

UNIVERSITÀ COMMERCIALE “LUIGI BOCCONI”

SCUOLA DI DOTTORATO

Dottorato di Ricerca in Legal Studies

Ciclo: XXXV

Settore Disciplinare: IUS/04 – Diritto commerciale

I doveri fiduciari degli investitori istituzionali

Advisor: Professor Giovanni STRAMPELLI

Tesi di Dottorato di

Sara Pietra ROSSI

Matricola: 3109813

Anno 2023

ABSTRACT

A intervalli di periodo piuttosto regolari la letteratura, insieme ai regolatori, ricercano eroiche figure in grado di porre rimedio ai malfunzionamenti delle grandi società quotate; negli ultimi decenni, queste figure sono stati gli investitori istituzionali. Le ragioni sottese alla scelta sono ben note e possono riassumersi nell'amplissimo potere economico da questi raggiunto per via della raccolta della gran parte dei risparmi privati, poi investiti negli emittenti dei quali divengono, di conseguenza, importanti azionisti. Sull'assunto che chi meglio può occuparsi dei propri interessi è il titolare degli stessi, gli investitori istituzionali, in qualità di soci altamente qualificati, sono parsi – mediante l'utilizzo informato e consapevole dei propri diritti amministrativi – i soggetti in grado di apportare un contributo positivo (e risolutivo) alla *governance* degli emittenti. Il ruolo degli azionisti istituzionali ha assunto un'ulteriore connotazione funzionale allorché è stato universalmente riconosciuto che le prospettive di breve periodo adottate da alcuni operatori hanno contribuito a dare origine a comportamenti poco virtuosi da parte degli amministratori delle grandi società quotate. Gli azionisti istituzionali sono stati perciò incentivati, dal legislatore europeo, per un verso, a prendere parte alla vita delle società in maniera attiva e, per altro, a sollecitare – in esse – strategie di lungo periodo. A ciò si aggiunge il recente impulso del legislatore il quale, al fine di porre rimedio alle conseguenze ambientali e sociali prodotte dall'economia globalizzata, aspira ad orientare l'agire degli investitori istituzionali, tanto nel rapporto con le imprese partecipate (affinché essi favoriscano, mediante l'esercizio dei diritti amministrativi, strategie sostenibili) tanto in quello con la società intera (attraverso la collocazione dei propri investimenti in imprese che rispondono a requisiti di sostenibilità adeguati).

La più recente legislazione (così come pure la più parte della letteratura interna e straniera) avente ad oggetto gli investitori istituzionali ha riguardato principalmente la prospettiva delle società da questi partecipate, interessandosi del loro ruolo di azionisti anziché di quello di intermediari sui quali gravano doveri fiduciari nei confronti dei propri clienti. Purtuttavia, il piano che riguarda la partecipazione alle società dev'essere distinto da quello che afferisce al rapporto di gestione, che ne rappresenta il necessario presupposto. Ne discende che le istruzioni, gli incentivi e le regole che riguardano gli investitori istituzionali debbono essere lette alla luce (verificandone, eventualmente, la compatibilità) dei doveri fiduciari che su di essi gravano nei confronti dei loro clienti. L'obiettivo del lavoro è pertanto di chiarire l'estensione dei suddetti doveri alla luce della normativa vigente. S'intende, anzitutto, far luce sul significato che assume, nell'ordinamento interno, la connotazione *fiduciaria* in relazione ai doveri degli investitori istituzionali la quale, pur nella costanza di uso da parte del legislatore europeo, trova accoglimento normativo nei soli ordinamenti di *common law*. Nonostante in capo agli investitori istituzionali gravino, per legge, obblighi rivolti alla tutela dei soli clienti, in ragione del quadro legislativo che privilegia il ruolo dei primi in quanto soci, ci si interroga, in secondo luogo, circa la configurabilità di un dovere fiduciario anche nei confronti della società partecipata. L'indagine si propone, infine, di approfondire il dovere di lealtà e il dovere di diligente gestione, in particolare nel loro rapporto con la normativa che ha ad oggetto l'investimento sostenibile.

INDICE

CAPITOLO PRIMO

DEI DOVERI FIDUCIARI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEI CONFRONTI DEI PROPRI CLIENTI E VERSO LA SOCIETÀ PARTECIPATA (?)

1. Premessa.	6
-------------------	---

SEZIONE I

IL SIGNIFICATO DEI DOVERI FIDUCIARI NEI CONFRONTI DEI PROPRI CLIENTI

1.1. La difficile collocazione del dovere fiduciario nell'ordinamento italiano: i principali elementi di conflitto.	11
1.2. Minimi cenni sui recenti tentativi di qualificazione del rapporto fiduciario.	18
1.2.1. (Segue) La qualificazione in termini fiduciari del rapporto tra intermediario finanziario e cliente in virtù della politica legislativa europea.	22
1.3. I doveri fiduciari nell'intermediazione finanziaria e nella gestione collettiva: punti di contatto.	25
1.3.1. Conclusioni in ordine alle ricadute della teoria dell'affidamento fiduciario sul piano interpretativo.	32
2. Un modello fiduciario armonizzato dei mercati finanziari.	33

SEZIONE II

SULLA CONFIGURABILITÀ DI UN DOVERE FIDUCIARIO NEI CONFRONTI DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA

3. Considerazioni preliminari e inquadramento del problema.	43
3.1. L'emersione del problema.	47
3.1.1. (Segue) La riduzione dello stesso al dovere fiduciario del socio di minoranza investitore istituzionale: critica.	52
3.2. Le teorie sui doveri fiduciari degli investitori istituzionali (attivisti) nei confronti della società partecipata.	61
3.3. Impossibilità di attribuire doveri fiduciari (comunque li si intenda) nei confronti della società partecipata.	67
3.4. Ulteriori profili problematici: l'univocità degli interessi che l'investitore istituzionale deve perseguire.	69
3.5. Insufficienza del criterio dell'integrità del mercato a fondare un dovere fiduciario del socio nei confronti della partecipata.	71
4. Argomenti sistematici e teleologici rispetto agli obiettivi perseguiti dall'insieme dell'ordinamento attuale.	72
4.1. Il voto è un atto libero e discrezionale.	73
4.2. Limiti derivanti dalla politica legislativa europea in materia di mercati finanziari.	81

CAPITOLO SECONDO

IL DOVERE DI LEALTÀ: CARATTERI E PROBLEMI

1. Il dovere di lealtà: premessa.	88
--	----

SEZIONE I

IL DOVERE DI LEALTÀ E I SUOI CARATTERI

1.1. Il dovere di lealtà nella gestione collettiva: l'influenza della MiFID e l'esigenza di meccanismi di <i>eterotutela</i>	93
1.2. La struttura binaria del dovere di lealtà: il perseguimento del miglior interesse e la gestione degli ineliminabili conflitti.	97
1.2.1. Il miglior interesse degli Oicr gestiti, dei partecipanti, dell'integrità del mercato.	102
1.2.2. La strategia normativa: l'organizzazione per ridurre il rischio di conflitto di interesse.....	105
1.2.3. (Segue) L'equo trattamento degli Oicr gestiti come clausola di salvaguardia dei conflitti.	110
1.2.4. (Segue) La parità di trattamento.	113
1.3. Le norme di rango secondario: l'identificazione e la gestione dei conflitti che impedisca di ledere gravemente gli Oicr e i loro clienti.	114
1.3.1. L'identificazione del conflitto: il gestore come centro d'interessi complessi. ...	116
1.3.2. La gestione dei conflitti.	118
1.4. L'autodisciplina: Il Protocollo della Assogestioni.	121
2. Il dovere di lealtà nell'esercizio del diritto di voto. Impossibilità di valutare il dovere di lealtà con riferimento alla singola adunanza: la preminenza della strategia rispetto al singolo voto.	123
2.1. Il dovere di lealtà nella Direttiva Azionisti II: l'imperativo del lungo periodo alla prova dei doveri fiduciari.	129

SEZIONE II

L'EVOLUZIONE DEL DOVERE FIDUCIARIO DI LEALTÀ IN CONSIDERAZIONE DELLE SPINTE LEGISLATIVE VERSO LA SOSTENIBILITÀ

3. Il problema del rapporto tra i fattori sostenibili e il dovere di lealtà.	135
3.1. (Segue) Brevi cenni sull'evoluzione dell'investimento sostenibile e degli elementi di conflitto con il principio di lealtà.	136
3.2. Le soluzioni prospettate dalle organizzazioni e dalle istituzioni.	145
3.2.1. Il Freshfields Report (e il suo <i>follow up</i>).	145
3.2.2. Il dovere fiduciario nel ventunesimo secolo: il rapporto delle Nazioni Unite. ...	148
3.2.3. La consultazione della Commissione europea e il High-Level Expert Group.	152
4. Il regolamento sull'informativa sostenibile nei servizi finanziari: l'assenza di un chiaro indice di condotta.....	154
5. Conclusioni: l'insufficienza del quadro normativo attuale ai fini del chiarimento circa la perfetta compatibilità in astratto del dovere fiduciario di lealtà e l'integrazione di fattori sostenibili nelle scelte di investimento e di gestione.	159
5.1. (Segue) Impossibilità di pervenire ad una soluzione affermativa in via interpretativa: le clausole generali del miglior interesse e dell'integrità del mercato.	160
6. Impossibilità di risolvere in termini positivi l'interrogativo in assenza del preventivo consenso del beneficiario.....	165

CAPITOLO TERZO

IL DOVERE DI DILIGENTE GESTIONE: STRUTTURA E PROBLEMI APPLICATIVI

1. Premessa.....	170
------------------	-----

SEZIONE I

STRUTTURA E PROBLEMI DEL *DUTY OF CARE* NELLA GESTIONE COLLETTIVA

2. L'art. 35- <i>decies</i> T.u.f. e i due possibili piani d'indagine.....	174
2.1. Il dovere di diligente gestione in senso stretto.....	174
2.2. L'esercizio del diritto di voto: sull'estensione del dovere organizzativo del gestore e sulla compatibilità di una strategia del tutto passiva con il dovere di diligenza.....	178
3. Sulla sussistenza di un dovere di <i>stewardship</i> da parte del gestore.....	188
4. La diligente gestione: il caso dei fondi indicizzati.....	194
5. Sul ruolo della diligente gestione nell'esternalizzazione di (alcune) funzioni: i <i>proxy advisors</i> e gli <i>index providers</i>	200
5.1. (Segue) I <i>proxy advisors</i>	201
5.2. (Segue) Gli <i>index providers</i>	206
5.3. (Segue) Cenni conclusivi.....	209

SEZIONE II

L'EVOLUZIONE DEI DOVERI FIDUCIARI DI DILIGENTE GESTIONE IN CONSIDERAZIONE DELL'INVESTIMENTO SOSTENIBILE

6. L'investimento sostenibile e la diligente gestione: premessa e chiarimento metodologico.....	212
7. La sostenibilità nelle scelte di investimento e nel monitoraggio: il rischio sostenibilità e i fattori sostenibili.....	215
8. Cenni sulla diversificazione del portafoglio.....	223

BIBLIOGRAFIA

AUTORI CITATI.....	229
STUDI, LINEE GUIDA, PRINCIPI E DOCUMENTI ISTITUZIONALI.....	262

CAPITOLO PRIMO

DEI DOVERI FIDUCIARI DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEI CONFRONTI DEI PROPRI CLIENTI E VERSO LA SOCIETÀ PARTECIPATA (?)

SOMMARIO: 1. Premessa. — SEZIONE I — IL SIGNIFICATO DEI DOVERI FIDUCIARI NEI CONFRONTI DEI PROPRI CLIENTI. — 1.1. La difficile collocazione del dovere fiduciario nell'ordinamento italiano: i principali elementi di conflitto. — 1.2. Minimi cenni sui recenti tentativi di qualificazione del rapporto fiduciario. — 1.2.1. (Segue) La qualificazione in termini fiduciari del rapporto tra intermediario finanziario e cliente in virtù della politica legislativa europea. — 1.3. I doveri fiduciari nell'intermediazione finanziaria e nella gestione collettiva: punti di contatto. — 1.3.1. Conclusioni in ordine alle ricadute della teoria dell'affidamento fiduciario sul piano interpretativo. — 2. Un modello fiduciario armonizzato dei mercati finanziari. — SEZIONE II — SULLA CONFIGURABILITÀ DI UN DOVERE FIDUCIARIO NEI CONFRONTI DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA. — 3. Considerazioni preliminari e inquadramento del problema. — 3.1. L'emersione del problema. — 3.1.1. (Segue) La riduzione dello stesso al dovere fiduciario del socio di minoranza investitore istituzionale: critica. — 3.2. Le teorie sui doveri fiduciari degli investitori istituzionali (attivisti) nei confronti della partecipata. — 3.3. Impossibilità di attribuire doveri fiduciari (comunque li si intenda) nei confronti della società partecipata. — 3.4. Ulteriori profili problematici: l'univocità degli interessi da perseguire da parte dell'investitore istituzionale. — 3.5. Insufficienza del criterio dell'integrità del mercato a fondare un dovere fiduciario del socio nei confronti della partecipata. — 4. Argomenti sistematici e teleologici rispetto agli obiettivi perseguiti dall'insieme dell'ordinamento attuale. — 4.1. Il voto è un atto libero e discrezionale. — 4.2. Limiti derivanti dalla politica legislativa europea in materia di mercati finanziari.

1. Premessa.

A intervalli di periodo piuttosto regolari – scanditi da grandi scandali finanziari o crisi economiche – la letteratura, insieme ai regolatori (di diversi continenti e culture giuridiche), rintracciano (o sperano di rintracciare) eroiche figure (declinate in soggetti, istituti, e così via) in grado di porre rimedio ai malfunzionamenti delle grandi società quotate; negli ultimi decenni, queste figure sono stati gli azionisti istituzionali ⁽¹⁾. Le

⁽¹⁾ E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon - W.-G. Ringe, Oxford, 2018, 363 s., del quale si riporta l'efficace immagine secondo la quale «like poets and revolutionaries, corporate law scholars and

ragioni sottese alla scelta sono ben note e possono riassumersi nell'amplissimo potere economico (e politico) da questi raggiunto per via della raccolta della gran parte dei risparmi privati, poi investiti negli emittenti dei quali divengono, di conseguenza, importanti azionisti. Sull'assunto che chi meglio può occuparsi dei propri interessi è il titolare degli stessi, gli investitori istituzionali, in qualità di soci (in primo luogo) altamente qualificati (in secondo), sono parsi i soggetti in grado – mediante l'utilizzo informato e consapevole dei propri diritti sociali – di apportare un contributo positivo (e risolutivo) alla *governance* degli emittenti ⁽²⁾.

policy makers dream. If only we could find the silver bullet, the wonder drug, we could solve the manager-shareholder agency cost problem that is the focus of much of corporate law». Secondo l'A., per una parte degli anni '80 del secolo scorso, la soluzione era stata rinvenuta nelle offerte pubbliche ostili, mentre dalla seconda metà del medesimo decennio, divennero gli investitori istituzionali.

Rispetto al riconoscimento, in capo agli istituzionali, della soluzione alle disfunzioni della *governance* degli emittenti, da parte di ordinamenti diversi, v. R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Col. L. Rev.*, 2013, 868 s., i quali rilevano che «jurisdictions as different as the European Union, the United Kingdom, and Israel seek to harness institutional investors as “stewards”, that is, as active monitors of long-term company performance»; v. altresì ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, reperibile sul sito *internet* dell'Organizzazione, che suggerisce strategie operative per gli investitori istituzionali di diversi Paesi OECD per il miglioramento della *governance* delle società da questi partecipate.

Nonostante la categoria degli investitori istituzionali sia delimitata, nell'art. 124-*quater*, co. 1, lett. b), T.u.f. soltanto alle imprese di assicurazione e riassicurazione e ai fondi pensione – come richiesto dall'implementazione della Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (d'ora in avanti anche “SHRD II” ovvero “Direttiva Azionisti II”) che così circoscrive la categoria – vi si comprenderanno, purtuttavia, anche i gestori di attivi e, più in generale, gli altri intermediari che gestiscono professionalmente e in monte il danaro altrui per generarne un ritorno (inclusi, quindi, anche i fondi speculativi). Quando la distinzione tra gestori di attivi e gli investitori istituzionali rileva ai fini del discorso, ne verrà dato conto. Per la definizione dell'una e dell'altra categoria v. M. GARGANTINI, *Trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 161 ss.

Saranno, invece, convenzionalmente esclusi dalla categoria gli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafogli, in virtù del diverso rapporto fiduciario che intercorre tra questi e il proprio cliente; quest'ultimo può, come noto, intervenire sulle scelte che riguardano il proprio patrimonio gestito in modo incisivo limitando, per l'effetto, la discrezionalità del gestore del portafoglio che, se effettuate, è tenuto a seguire le direttive del proprio cliente.

Adopera una nozione ampia M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1352 s., spec. nt. 10, ove ulteriori riferimenti rispetto a questo approccio.

⁽²⁾ V., tra gli altri, ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, cit., reperibile sul sito *internet* dell'Organizzazione; sul punto, però, v. *ultra*, par. 3, e spec. nt. 141, ove una più ampia disamina della teoria secondo la quale i soci, come proprietari dell'impresa, siano i soggetti che meglio possono occuparsene.

Oltre alla soluzione (*rectius*: ai soggetti tramite i quali raggiungerla) il legislatore ha riconosciuto, nelle prospettive di breve periodo adottate da alcuni operatori, le cause delle crisi finanziarie ed ha, quindi, incentivato gli azionisti istituzionali ad avere riguardo al lungo termine delle società partecipate ⁽³⁾. Al quadro – di estrema sintesi – che si è appena descritto occorre aggiungere che negli ultimi anni il legislatore europeo, al fine di porre rimedio alle conseguenze ambientali e sociali prodotte dall'economia globalizzata, ha indirizzato la propria azione regolatoria alla creazione di valore – di lungo termine – che sia *anche* sostenibile e, nell'ambito delle diverse strategie poste in essere al fine di raggiungere quell'obiettivo, un ruolo preminente è stato (ancora) attribuito ai soci delle società e, segnatamente, ai soci istituzionali ⁽⁴⁾.

⁽³⁾ Si veda, in proposito, il secondo Considerando della Direttiva Azionisti II che offre una sintesi tanto con riferimento al ruolo degli azionisti (istituzionali) quanto rispetto alle cause della crisi finanziaria: «la crisi finanziaria ha messo in evidenza che, in molti casi, gli azionisti hanno sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine da parte dei dirigenti. Inoltre, vi sono prove evidenti della frequente inadeguatezza e dell'attenzione troppo incentrata sui rendimenti a breve termine dell'attuale livello di “controllo” delle società partecipate e di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, che possono condurre a un governo societario e a risultati non ottimali».

Per una ricostruzione delle cause della crisi finanziaria del 2008 e una puntuale analisi sulle implicazioni dello *short-termism* rispetto agli investimenti degli azionisti istituzionali e ai *managers*, v. L.L. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *J. Corp. L.*, 2011, 264 ss.

Nel contesto nordamericano il dibattito ha poggiato sul ben noto (e più ampio) dibattito che vede contrapporsi i sostenitori della *shareholder primacy* a quelli della *director primacy*, sull'assunto che i *managers* siano impossibilitati al perseguimento del lungo termine per via delle pressioni (in termini di *voice*, ma anche di *exit*) da parte degli azionisti (per lo più istituzionali): così, ad esempio L.E. STRINE jr, *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term*, in *Bus. Law.*, 2010, 1 ss. La soluzione è stata rinvenuta nel riconoscere più potere agli amministratori: v., tra i tanti, L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public*, San Francisco, 2012, 63 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in *Harvard L. Rev.*, 2006, 1735 ss.; W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2010, 653 ss. Contrario alla teoria che attribuire più poteri al *board* serva il lungo periodo, L.A. BEBCHUCK, *The Myth that Insulating Board Serves Long-Term Value*, in *Columbia L. Rev.*, 2013, 1638 ss., secondo il quale non soltanto vi sarebbero dei costi molto alti nel lungo termine se i consigli fossero *insulated*, ma (soprattutto) l'evidenza scientifica dimostra che non vi sono benefici nel lungo termine se gli amministratori sono *insulated*; prende in considerazione l'economia statunitense nel suo complesso, e non solo quella che fa riferimento ai mercati finanziari, per sostenere che non vi sia un vero problema di breve termine, M.J. ROE, *Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom*, in *Bus. Law.*, 2013, 977 ss. V., infine, *ultra*, nt. 141 in merito al dibattito *shareholders/directors primacy* in generale.

⁽⁴⁾ Si darà conto della strategia in materia dell'Unione europea nei Capitoli Secondo e Terzo, ma cfr., sul punto, G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 365 ss.

La strategia così adottata richiede agli investitori istituzionali – attraverso distinte modalità attuative – di promuovere *per un verso* l’interesse delle società partecipate favorendo strategie di lungo periodo nell’esercizio dei diritti amministrativi; *per un altro* quello dell’intera società attraverso la collocazione dei propri investimenti in imprese che rispondono a requisiti di sostenibilità adeguati. E ciò vien demandato agli investitori istituzionali senza distinzioni di sorta: non sembra darsi conto, infatti, dei diversi orizzonti temporali che alcuni adottano rispetto ad altri, né delle caratteristiche strutturali che possono importare una distinta propensione all’*engagement* né, infine, e significativamente, agli obblighi che sugli istituzionali gravano nei confronti dei loro clienti (i quali, così come l’investitore istituzionale al quale si rivolgono, hanno piani, ambizioni di risparmio e necessità assolutamente diverse) ⁽⁵⁾. In conclusione, la più recente legislazione (così come pure la più parte della letteratura interna e straniera) avente ad oggetto gli investitori istituzionali ha riguardato principalmente la prospettiva delle società da questi partecipate, interessandosi in prevalenza del loro ruolo di azionisti anziché di quello di intermediari sui quali gravano doveri fiduciari nei confronti dei propri clienti. Purtuttavia, il piano che riguarda la partecipazione alle società e al ruolo di azionisti dev’essere distinto da quello che afferisce al rapporto di gestione, che ne rappresenta il necessario presupposto. Ne discende che le istruzioni, gli incentivi e le regole che riguardano gli investitori istituzionali debbono essere lette alla luce (verificandone, eventualmente, la compatibilità) con i doveri *fiduciari* che sui primi gravano nei confronti dei loro clienti.

Preliminarmente – ed è quindi oggetto della prima Sezione del Capitolo – pare necessario chiarire cosa s’intenda con dovere *fiduciario*; pur nella costanza di uso, soprattutto da parte del legislatore europeo ⁽⁶⁾, non vi sono norme che ne definiscano il

⁽⁵⁾ V., in senso critico rispetto alla politica legislativa europea, M.B. MADSEN, *Promoting the “Right” Kind of Ownership: The Good, the Bad and the Passive*, in *EBLR*, 2018, 149 ss., secondo la quale «the group of institutional shareholders comprises a large magnitude in the market and their importance to the economy cannot be questioned. However, institutional shareholders are not a homogeneous group. It is hardly a misrepresentation to state this as a fact, but nevertheless, the European has directed corporate governance initiatives at the *aggregate* group of institutional investors». Avverte, altresì che «a continuation of the prevalent approach of treating all institutional shareholders alike cannot be considered sufficient with respect to increasing a specific kind of shareholder behaviour, the “right” one».

⁽⁶⁾ L’utilizzo dell’appellativo “fiduciario” con riferimento ai doveri dei gestori di attivi e degli investitori istituzionali è rinvenibile in molti testi dell’Unione Europea: cfr., ad esempio, COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde – The EU corporate governance framework*, COM (2011) 164, 5 aprile 2011, pubblicato in *Riv. soc.*, 2011, 1200 ss., con l’introduzione di F. GHEZZI, *La “corporate governance”*

significato ⁽⁷⁾. È bene fin d'ora precisare che il dovere fiduciario del quale si mira a chiarire il significato è quello dovuto nei confronti dei propri clienti. Il quadro legislativo europeo (ed italiano) attribuisce, infatti, agli investitori istituzionali dei doveri nei confronti dei propri clienti, nulla dicendo circa eventuali doveri dei primi nei confronti delle società da essi partecipate. Poiché però, come si è anticipato, la prospettiva del legislatore europeo privilegia la funzione degli investitori istituzionali in qualità di azionisti delle società partecipate, nella seconda Sezione ci si propone di verificare se sia configurabile – in ragione della peculiare posizione che questi ricoprono – un dovere (anche) nei confronti delle società partecipate.

*nell'Unione Europea: un'indagine della Commissione (1197 ss.), nel quale si indirizza il problema della trasparenza della «mancanza di trasparenza nell'esecuzione delle obbligazioni fiduciarie». Anche in COMMISSIONE EUROPEA, Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico, COM (2007) 226, 30 aprile 2007, si afferma, al Considerando 29esimo, che con la MiFID si è introdotto un sistema armonizzato di condizioni applicabile sia alle imprese di investimento sia alle imprese creditizie che regola la relazione tra queste e i clienti nell'offerta di servizi di investimento. In questo contesto, si specifica, particolare attenzione è data ai clienti *retail* per i quali è stato stabilito uno specifico regime che consiste in doveri fiduciari rinforzati in capo alle imprese.*

V. altresì il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, che si riferisce ai «doveri del fiduciario» (art. 12, co. 2, lett. c).

Anche l'autoregolamentazione degli investitori istituzionali fa riferimento ai doveri fiduciari: v. ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, reperibile all'indirizzo www.assogestioni.it, 3, ove si afferma che «le Società di gestione hanno un obbligo fiduciario nei confronti dei rispettivi Clienti/Investitori. Tale obbligo fiduciario include il vincolo di rispettare la strategia d'investimento con obiettivi di *performance* a lungo termine eventualmente indicata dal Cliente/Investitore ovvero riflessa nelle politiche d'investimento degli organismi di investimento collettivo del risparmio».

⁽⁷⁾ Fatta eccezione per vaghe formule come quella proposta in COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97, 8 marzo 2018, 97, dove i doveri fiduciari sono definiti come quei doveri, risultanti da «diversi strumenti legislativi dell'Unione [che] impongono agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di agire nell'interesse superiore dei loro investitori finali/beneficiari».

SEZIONE I

IL SIGNIFICATO DEI DOVERI FIDUCIARI NEI CONFRONTI DEI PROPRI CLIENTI

1.1. La difficile collocazione del dovere fiduciario nell'ordinamento italiano: i principali elementi di conflitto.

Pur essendo tra le locuzioni di più ampia diffusione ⁽⁸⁾, l'obbligo fiduciario è connotato da un certo grado di mistero e ineffabilità ⁽⁹⁾. Per questa ragione, adornare una figura giuridica, quale è l'obbligo, di uno dei più diffusi epiteti della letteratura contemporanea non può esimere gli interpreti dal chiarirne la natura, i limiti e il significato.

La (pur breve) intrapresa ermeneutica si giustifica principalmente per via dello sfrenato utilizzo dell'aggettivo "fiduciario" (per lo più accostato all'obbligo o al dovere) in contesti giuridici continentali ⁽¹⁰⁾, nei quali l'intendimento della fiducia ha una

⁽⁸⁾ Cfr. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, Torino, 2012, 31, il quale, nel definire la figura "eclettica" e perciò causa di «enorme mole di materiale edito al riguardo», sottolinea, altresì, che i contenuti della produzione letteraria intorno all'istituto della fiducia sono caratterizzati dal «ricorso all'utilizzo di categorie non salde, formatesi all'interno di una categoria di giustapposizioni nell'ordinamento positivo, proprio di ogni autore, di istituti prelevati da un contesto spaziale o temporale diverso».

⁽⁹⁾ V. P.B. MILLER, *The fiduciary relationship*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 63, secondo il quale «there is considerable uncertainty over the basis, nature, and scope of fiduciary duties as well as their justification».

Finanche nel contesto nordamericano, nel quale l'obbligo fiduciario ha ricevuto ampia considerazione, il grado di incertezza che connota l'istituto è stato riconosciuto anche nella giurisprudenza. V., in proposito: LAC Minerals Ltd. V. International Corona Resources Ltd., 61 D.L.R. 4th 14 (Can. 1989), nella quale si è affermato che «there are few legal concepts more frequently invoked but less conceptually certain than that of the fiduciary relationship. In specific circumstances and in specific relationships, courts have no difficulty in imposing fiduciary obligations, but at a more fundamental level, the principle on which that obligation is based is unclear».

In detto contesto, vi è persino chi ha considerato vano l'utilizzo della formula "fiduciaria", in quanto «the rules are everything. The description "fiduciary", nothing», cfr. P.D. FINN, *Fiduciary Obligations*, Sidney, 1977, 1.

⁽¹⁰⁾ Sebbene nella letteratura e giurisprudenza continentale l'attribuzione "fiduciaria" abbia trovato emersione in diversi contesti, pare qui utile far menzione soltanto della letteratura che ha considerato i doveri degli investitori istituzionali come doveri fiduciari: F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 457 ss. e in *Riv. soc.*, 2013, 202 ss., spec. nt. 2, dal quale si cita, il quale testualmente afferma che «la qualificazione in termini "fiduciari" dei doveri degli investitori istituzionali è comune in letteratura,

connotazione tipicamente diversa rispetto a quella attribuitale nei sistemi anglosassoni (11).

Potrebbe anche trattarsi di una traduzione *à la page*, dell'espressione con la quale si definiscono, nei sistemi di *common law*, alcuni rapporti (e i canoni che li regolano) (12). Ma questa interpretazione non risulterebbe comunque di immediata e chiara applicabilità. Occorrerebbe, infatti, comprendere se questa sia una semplificazione funzionale che importa l'intendere, con una formula "di sintesi", due distinti obblighi che, pur presenti nei sistemi continentali, sono normalmente considerati singolarmente, ovvero se si estenda al punto da recepire (e se sì, come), nel nostro ordinamento, doveri riconosciuti dalla letteratura (e giurisprudenza) anglosassone.

Potrebbe però, e al contrario, essere (la qualifica "fiduciaria") uno strumento per esprimere un canone interpretativo dei doveri imposti agli investitori istituzionali alla luce del quale considerare le (già esistenti) imposizioni legali (13).

diffusamente», e indica riferimenti; V., altresì, M. EREDE - G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss., ma spec. 961; L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, 37; F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1988, 685 ss., spec., 743; M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 667 ss..

(11) Nei quali, come noto, il fenomeno fiduciario è dotato di ampia considerazione (nonché del potere di apportare conseguenze specifiche sul piano rimediabile). Le teorie di maggior rilevanza sistematica, in materia, si devono alla scrittrice T. FRANKEL, *Fiduciary Law in the Twenty-First Century*, in *Boston University Law Rev.*, 2011, 1289, la quale afferma che la *fiduciary law* sia un ambito del diritto a se stante, prescindendo dalle diverse situazioni fiduciarie in cui può occorrere. Ma v. anche E. VINTER, *A Treatise on the History and Law of Fiduciary Relationship and Resulting Trust*³, Cambridge, 1955, il quale ha ricostruito e rappresentato le origini storiche della fiducia nell'*equity*.

Per una minuziosa rappresentazione del fenomeno, v. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 110 ss., il quale identifica gli elementi costitutivi essenziali della fattispecie fiduciaria anglosassone nei seguenti: (i) il gravare, in capo al fiduciario, di doveri "fiduciari", consistenti nel dovere di lealtà (*duty of loyalty*) e quello di diligente cura (*duty of care*); (ii) i doveri derivano dalla legge e non dal contratto stipulato dalle parti, la cui esistenza è, in realtà, solo eventuale; (iii) l'aspettativa del fiduciante a che il fiduciario rispetti i suoi doveri non è affidata soltanto alla sanzione per inadempimento, ma anche ad altri rimedi appartenenti all'ambito della *property law*; (iv) l'esistenza di una *fiduciary law*, le cui prescrizioni variano a seconda del rapporto cui fanno capo, ma la cui *ratio* è rinvenibile nell'opportunità di un controllo rispetto all'adempimento degli obblighi fiduciari.

(12) Cfr., ad esempio, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*², Padova, 2014, 163, il quale, nel definire il grado di diligenza richiesto agli amministratori di società per azioni, ammette che si tratti di «quello che anche da noi viene ormai chiamato *duty of care*».

(13) Si deve escludere, naturalmente, l'assenza di norme che regolano l'operato degli investitori istituzionali e, per l'effetto, l'esigenza di sfruttare la potenzialmente più intensa connotazione dei doveri fiduciari rispetto a quelli legali: cfr. D.C. LANGEVOORT, *Brokers as Fiduciaries*, 71 U. Pitt. L. Rev., 2010,

Pertanto, al fine di verificare se un certo comportamento possa rientrare (o meno) fra i doveri che incombono sugli investitori istituzionali, pare necessario chiarire preliminarmente se (ed eventualmente in che modo) la qualificazione in termini fiduciari del rapporto che intercorre tra l'investitore istituzionale e il suo cliente possa incidere al predetto fine. L'analisi vuole verificare, in altre parole, se esista uno spazio per la descrizione "fiduciaria" con riferimento agli obblighi che incombono sui soggetti professionali sopra citati, nell'ordinamento italiano (ed europeo).

Le confusioni che originano dal termine "fiduciario" sono riconducibili alla circostanza per la quale, nell'ordinamento italiano (nel contesto dell'assunzione di obblighi a fronte di un atto di "fiducia" da parte di un soggetto) detto lemma evoca un istituto dotato di intrinseca vaghezza ⁽¹⁴⁾ anche e soprattutto per via degli animati dibattiti – i quali, nello spazio che questo studio concede, non possono essere ripercorsi – che hanno riguardato l'istituto e la sua passibilità di esser riconosciuto nel nostro ordinamento ⁽¹⁵⁾.

Pur nella costanza (e frequenza) di indagini, la fiducia non è disciplinata nel nostro ordinamento, né è riconosciuto, in quest'ultimo, un istituto giuridico che si definisca "negozio fiduciario" ⁽¹⁶⁾. Questo appare, quindi, il primo elemento che ingenera

439 ss, anche in A. DALMARTELLO, *Prospettive dell'affidamento fiduciario nei servizi di investimento: i rimedi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 383 ss.

⁽¹⁴⁾ Cfr. E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. Fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 108, il quale osserva, con riferimento all'istituto, una «intrinseca vaghezza sul piano della ricostruzione della sua reale morfologia».

Parla di rifiuto «psicologico, emotivo, davanti al fenomeno fiduciario, che è rimasto oscuro nella sua essenza giuridica, rottame a livello normativo di base, mostro a livello di disciplina quando ancora tocca il fenomeno gestorio» P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 191 ss.

⁽¹⁵⁾ V., in particolare, L. CARIOTA-FERRARA, *I negozi fiduciari*, Padova, 1933, 124 ss., per il quale non vi sono le basi, nell'ordinamento interno, per «attuare il negozio fiduciario, che consiste (...) in un *trasferimento* con obbligo di *retrotrasferire*, avente il suo fondamento, la sua giustificazione in nient'altro che nello scopo di fiducia».

Riconosce una «scadenza venticinquennale» nell'interesse della letteratura scientifica italiana in tema di "fiducia", di cui ricostruisce e analizza i «cicli di interesse», N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, 1964, Milano, 2, spec. nt. 2.

⁽¹⁶⁾ Lo rilevava, all'inizio del secolo scorso, G. MESSINA, *Negozi fiduciari: introduzione e parte generale*, Città di Castello, 1910, 13 ss., il quale, testualmente constatava che manca una disciplina della fiducia e che a proposito del "negozio fiduciario", in qualsiasi modo lo si intenda, non è ravvisabile un istituto giuridico. Nello stesso senso anche V.M. TRIMARCHI, voce *Negozio giuridico. d) Negozio fiduciario*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 33.

confusione negli interpreti: il richiamo di un concetto antico ⁽¹⁷⁾, molto studiato e mai – formalmente – normato. A ciò deve aggiungersi, inoltre, che nelle prime ricerche in ordine alla qualificazione della natura dell'*investment trust* nell'ordinamento italiano, è stata esclusa la possibilità di quest'ultimo di ricadere nella categoria del negozio fiduciario, riservandosi al gestore una posizione soltanto «lato senso» fiduciaria ⁽¹⁸⁾.

L'esperienza italiana – e quella continentale ⁽¹⁹⁾ – non è tuttavia priva di riferimenti in ordine ai doveri fiduciari, quali obblighi derivanti dal negozio fiduciario. Per i teorici dell'istituto fiduciario ⁽²⁰⁾, infatti, questo si può definire, nelle sue caratteristiche essenziali, come una vicenda dell'autonomia tra un privato (il “fiduciante”) che trasferisce un bene ad un altro privato (il “fiduciario”) il quale – in ossequio al programma negoziale che le parti hanno concordato – si impegna a farne l'uso prescelto e a compiere un trasferimento a favore dello stesso fiduciante ovvero di un terzo determinato ⁽²¹⁾. La

⁽¹⁷⁾ Cfr. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 1 ss.

⁽¹⁸⁾ In questi termini, v. B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, 527-531 e spec. 527, per il quale è da escludersi, nello studio dell'*investment trust*, il ricorso al negozio fiduciario, l'applicazione del quale, secondo l'Autore, importerebbe confusione tra patrimonio del gestore e fondo di investimento, requisito, quest'ultimo, indispensabile per la riuscita dell'istituto.

⁽¹⁹⁾ V., da ultimo, M. GELTER - G. HELLERINGER, *Fiduciary Principles in European Civil Law Systems*, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, a cura di E. J. Criddle - P.B. Miller - R.H. Sitkoff, 2019, 583 ss. Pur concentrandosi maggiormente sugli ordinamenti tedesco e francese, gli autori tracciano delle conclusioni generali in ordine ai principi fiduciari negli ordinamenti continentali. V. anche M. GRAZIADEI, *Fiduciary Law in Civil Law and Common Law Jurisdictions*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 287 ss., il quale ammette che vi siano alcuni rapporti, negli ordinamenti continentali, che presentano i medesimi problemi di quelli che, nei sistemi di *common law*, vengono attribuiti ai rapporti fiduciari; poiché, tuttavia, il campo di questi rapporti, in ambito continentale, è frammentato, vi è difficoltà – per l'Autore – a riconoscere dei principi comuni “fiduciari”. L'Autore analizza, altresì, le ragioni per le quali gli ordinamenti continentali non hanno avuto incentivi a riconoscere un corpo autonomo nella *fiduciary law* (294-298).

⁽²⁰⁾ Si deve a C. GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 345 ss. il superamento delle obiezioni in ordine all'ammissibilità nell'ordinamento giuridico italiano del negozio giuridico grazie al riconoscimento della possibilità di realizzare l'effetto traslativo della proprietà alla *causa fiduciae*. Così facendo, nelle parole di P.G. JAEGER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 182, Grassetti pose nel nostro paese «le solide basi civilistiche per un fenomeno economico-giuridico di imponente rilevanza pratica».

⁽²¹⁾ V., sul punto, V.M. TRIMARCHI, voce *Negozio giuridico*, cit., 34, che considera la seguente la più ampia definizione possibile, poiché tiene conto di tutte le ipotesi individuate in dottrina ed in giurisprudenza: «la fattispecie causale si sostanzia in un accordo tra due soggetti, il fiduciante e il fiduciario, con cui il primo dichiara al secondo, che accetta, di volergli trasferire o di volere costituire in testa allo stesso, una situazione giuridica soggettiva, reale o personale, per il conseguimento di uno scopo pratico ulteriore, e con il quale (accordo), per la realizzazione di codesto risultato, il fiduciario dichiara di voler

formula, così proposta, spiega la fattispecie fiduciaria con la figura del *contratto* o del *negozio* fiduciario, che si compone, anzitutto, di un atto mediante il quale si immette un soggetto nella disponibilità di un certo bene. Perché sorgano dei doveri definibili come “fiduciari” vi è la necessità, quindi, di un rapporto contrattuale tra fiduciante e fiduciario e che una parte si privi della disponibilità di un bene per attribuirlo all’altra parte.

Nessuno di questi elementi sembra essere tuttavia – se si osservano gli usi comuni (e correnti) della qualifica fiduciaria – necessario presupposto per la configurabilità di doveri fiduciari. Basti, a questo fine, considerare il recente dibattito che interessa la sussistenza (o meno), in capo agli investitori istituzionali, di doveri fiduciari nei confronti delle società partecipate ⁽²²⁾: detti doveri sorgerebbero (per coloro che ne ammettono l’esistenza) in assenza sia di un rapporto contrattuale sia di un trasferimento di beni in capo ad un fiduciante.

Con riferimento al primo elemento qualificante, e cioè il contratto, se è vero che negli ordinamenti di *common law* è controversa la necessaria esistenza di un rapporto contrattuale tra il fiduciante e il fiduciario ⁽²³⁾, nell’ordinamento italiano la fiducia è sempre stata (ricercata e) rinvenuta – fatti salvi recenti tentativi di riqualificazione di cui si dirà poi ⁽²⁴⁾ – nella creazione negoziale di una relazione tra privati ⁽²⁵⁾.

assumere ed assume l’obbligo di utilizzare nei tempi e nei modi convenuti la situazione effettuale, prevista in funzione strumentale, e di porre in essere un proprio comportamento coerente e congruo».

⁽²²⁾ Si darà conto di questo dibattito e delle diverse posizioni *ultra*, nella seconda Sezione del presente capitolo.

⁽²³⁾ Alcuni autori sostengono che i doveri fiduciari abbiano origine contrattuale e che, per l’effetto, siano *default rules* volte a ridurre i costi di negoziazione che le parti dovrebbero sostenere qualora dovessero espressamente prevedere in dettaglio detti doveri. Della scuola “contractarian” occorre richiamare, naturalmente, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, 90 ss.; J.R. MACEY - G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stan. L. Rev.*, 1990, 1059 ss., ma spec., 1068-69, per i quali le corti dovrebbero trattare un inadempimento degli obblighi fiduciari alla stregua di qualsiasi altro inadempimento contrattuale. Tra gli autori che, invece, affermano che i doveri fiduciari derivino dalla legge (e non trovino la propria fonte nel contratto), v.: T. FRANKEL, *Fiduciary law*, in *Cal. L. Rev.*, 1983, 795. Per un’efficace ricostruzione delle due posizioni v., M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2001, 1735.

⁽²⁴⁾ Cfr. *ultra* par. 1.2.

⁽²⁵⁾ E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 34. Ammettono la necessità di un rapporto contrattuale anche M. GELTER - G. HELLERINGER, *Fiduciary Principles in European Civil Law Systems*, cit., 584, i quali affermano che, nei sistemi di *civil law*, le relazioni fiduciarie e i conseguenti doveri siano sempre stati innominati e impliciti e, su di un piano formale, mai considerati come categoria distinta dal contratto (come invece accade negli ordinamenti di *common law*). Giustificano la diversa risposta al medesimo tema attraverso ragioni storiche e, in particolare, con la presenza, nei sistemi di *common law* della distinzione tra *law* e *equity*.

Il medesimo discorso può farsi in ordine al secondo elemento: le evoluzioni giurisprudenziali (e dottrinali) nei sistemi di *common law* usano ricondurre al *genus* fiduciario rapporti nei quali non vi è alcun trasferimento di proprietà ⁽²⁶⁾. Al contrario, la letteratura interna difficilmente ha escluso detto elemento dalla struttura del negozio fiduciario.

Questo, il secondo elemento che crea conflitti interpretativi: l'attribuzione "fiduciaria" corrente non richiama le caratteristiche essenziali che vengono attribuite dalla dottrina interna all'istituto, di carattere negoziale, privando, così, l'interprete, della consapevolezza in ordine a quale sia la ricaduta giuridica della qualificazione fiduciaria ⁽²⁷⁾.

Proprio per via delle possibili difficoltà interpretative, gli odierni fruitori dell'attribuzione "fiduciaria" si premurano sovente di affermare che l'utilizzo che ne fanno non è affatto assimilabile a quello operato dalla letteratura continentale in materia di negozio fiduciario ⁽²⁸⁾. Quando si definiscono i doveri degli intermediari finanziari o degli investitori istituzionali (o anche, per il vero, degli amministratori di società di capitali) come "fiduciari" non si fa riferimento agli obblighi che, nella teoria del negozio fiduciario, incombono sul fiduciario. Il richiamo è, piuttosto, a doveri che scaturiscono in

⁽²⁶⁾ V., ad esempio, E. VINTER, *A Treatise on the History and Law of Fiduciary Relationship*, cit., il quale qualifica come "fiduciarie" relazioni quali quelle che intercorrono tra paziente e medico (77-84), cliente e avvocato (29-38) e così via. Considera i rapporti enucleati da Vinter riconducibili alla categoria dei rapporti nei quali corre *intuitu personae* C. GRASSETTI, *Trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 548 ss., ma spec. a 552, per il quale, in quei rapporti vi è un «vincolo di carattere eminentemente personale» e afferma che non sia facile vedere come «un simile latissimo concetto possa servire di base ad una costruzione fiduciaria, in verità ad una costruzione qualsiasi, rientrandovi altrettanto bene il mandato, il deposito, la locazione d'opere e in genere ogni contratto in cui si tien conto dell'affidamento personale, e di fiducia si può parlare solo in un senso assolutamente non tecnico». Con riferimento al rapporto tra l'*intuitu personae* e il rapporto fiduciario, v. *ultra* par. 1.2.

Con riferimento alla moltitudine di rapporti nei quali è rinvenibile la fattispecie fiduciaria (nonché gli obblighi che ne discendono) si vedano F. H. EASTERBROOK - D. R. FISHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, in *J. L. & Econ.*, 1993, 426, per i quali «the many agency relations that fall under the "fiduciary" banner are so diverse that a single rule could not cover all without wreaking havoc. Courts have applied the term to relations as diverse as guardian-ward, attorney-client, and bank-borrower».

⁽²⁷⁾ E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, a cura di E. Ginevra, Torino, 2019, 99 ss., ma spec., 100, il quale riconosce la difficoltà degli ordinamenti di *civil law* di identificare le conseguenze giuridiche rilevanti della qualificazione fiduciaria.

⁽²⁸⁾ «Là dove in questa sede si ricorre al termine fiducia, ci si riferisce a qualcosa di diverso dall'omonimo termine utilizzato dalla dottrina continentale per affrontare la tematica del negozio fiduciario tecnicamente inteso»: così, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 130 ss.

funzione di una relazione contraddistinta dalla separazione tra potere decisionale, in capo al fiduciario, e sopportazione del rischio, che grava soltanto sul fiduciante ⁽²⁹⁾. Qualora la questione sia posta in detti termini, e cioè portando l'attenzione sul rapporto "fiduciario" (invece che sull'atto o sul negozio), sembra che l'aggettivazione fiduciaria null'altro sia che la qualificazione – in termini (astrattamente) giuridici – di un rapporto che è passibile di inquadramento nella teoria dell'*agency*, la quale, come noto, elabora gli incentivi di una parte a fare quanto sia meglio per l'altra.

Da un lato, la qualificazione così configurata è del tutto coerente con la teoria della *fiduciary law* anglosassone, nella quale è ammesso che gli obblighi fiduciari vengano imposti in circostanze che presentano caratteristiche tali da poter esser definite, dagli economisti, rapporti di agenzia ⁽³⁰⁾, pur nella loro non perfetta coincidenza ⁽³¹⁾. Dall'altro lato, tuttavia, i rapporti di agenzia, declinati nella formula dei rapporti fiduciari, godono di considerazione normativa soltanto in contesto anglosassone, e non in ambito interno ⁽³²⁾.

⁽²⁹⁾ V., in proposito di gestore e cliente, L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., 37, la quale identifica nel rapporto di gestione una connotazione «*latu sensu* fiduciaria» in virtù della separazione tra il potere decisionale che spetta al gestore e la sopportazione del rischio, che grava, invece, sul cliente, per via della «iniziale indeterminatezza dell'obbligazione del gestore e dalla presenza di asimmetrie informative». Nello stesso senso dell'Autrice, anche F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 131, spec. nt. 33.

⁽³⁰⁾ V., in proposito, il Restatement (3d) of Agency, 2006, par. 1.01: «Agency is the fiduciary relationship that arises when one person (a "principal") manifests assent to another person (an "agent") that the agent shall act on the principal's behalf and subject to the principal's control, and the agent manifests or otherwise consents so to act». Numerosissimi sono, inoltre, gli studi che analizzano il rapporto fiduciario in termini di costi di agenzia, e che giustificano il sorgere dei doveri fiduciari mediante schemi e modelli propri dell'*agency* (v. *ultra* par. 1.2.1). In letteratura, R.C. CLARK, *Agency Costs versus Fiduciary Duties*, in *Principals and Agents; the Structure of Business*, a cura di J.W. Pratt - R.J. Zeckhauser, Boston, 1985, 55 ss.; F. H. EASTERBROOK - D.R. FISHEL, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., 425 ss.

⁽³¹⁾ R.H. SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 198, il quale precisa che la categoria delle relazioni fiduciarie non coincide esattamente con quella dei rapporti di agenzia: questi ultimi possono risultare da altre relazioni. Riporta, sul punto, la celebre *opinion* del giudice R. Posner nel caso *Burdett v. Miller* (957 F2d 1375 (7th Cir. 1992)) il quale, pur ammettendo che la relazione tra un consulente finanziario e i suoi clienti non rientra nella categoria dei rapporti fiduciari, ha ritenuto di ritenere sussistenti i doveri fiduciari in capo al consulente finanziario, in quanto l'attore (cliente) aveva riposto fiducia nel convenuto che, a sua volta, si era dipinto come esperto e meritevole di fiducia guadagnando così influenza sull'attore che non poteva monitorarlo.

⁽³²⁾ Considera il riconoscimento "normativo" E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., *passim*. Con riferimento al fenomeno nei sistemi di *common law*, si rimanda alla più attiva sostenitrice della considerazione della *fiduciary law* come un segmento autonomo del diritto: T. FRANKEL, *Fiduciary*

Il *rapporto* fiduciario – quale che ne sia la definizione che gli si vuole attribuire – è stato più volte distinto dal negozio fiduciario dalla letteratura italiana ⁽³³⁾, senza mai ricevere però una qualche considerazione giuridica, venendo, al contrario, ritenuto una fattispecie a-tecnica cui non possono ricondursi effetti giuridici precisi ⁽³⁴⁾.

Si può quindi concludere che l'attuale uso, in letteratura, dei doveri fiduciari risulta meramente descrittivo di fattispecie riconosciute dalla letteratura e dalla giurisprudenza di altri ordinamenti, senza importare alcuna conseguenza giuridica in senso stretto. E ciò non tanto per una decisa impraticabilità in questo senso, bensì, piuttosto, per l'uso e la considerazione adottati da parte degli autori che paiono ridurre la qualifica ad una modalità congiunta mediante la quale descrivere doveri già previsti dalla legge, ma normalmente non qualificati in via combinata.

1.2. Minimi cenni sui recenti tentativi di qualificazione del rapporto fiduciario.

La disamina potrebbe quasi esser giunta ad un punto fermo: nell'uso corrente, l'aggettivazione fiduciaria non richiama affatto il negozio fiduciario, né, in via più generale, alcuna delle attribuzioni che vengono tipicamente conferite alla fiducia in ambito continentale. Si adopera la fiducia per descrivere un rapporto connotato da una forte disparità di posizioni che importa, come è naturale, una spiccata facilità, da parte del soggetto posto in posizione di dominio, di abusare di questa ⁽³⁵⁾. Poiché, si è visto, il

Law, cit., 795 ss.
Riconosce che nell'Europa continentale il *rapporto* fiduciario non sia utilizzato per riferirsi al medesimo complesso di fatti e di problemi per i quali è, invece, richiamato nei sistemi di *common law*, M. GRAZIADEI, *Fiduciary Law*, cit., 294, il quale ammette, tuttavia, un riconoscimento uniforme del rapporto in ambito di diritto delle società e dei mercati finanziari, sul quale v. *ultra*, parr. 1.2.1. ss.

⁽³³⁾ V., C. GRASSETTI, *Trust anglosassone*, cit., 548 ss.; P.G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968, 16 ss., il quale osserva che anche gli autori che hanno espresso un giudizio negativo in merito alle teorie del negozio fiduciario finiscono con «l'ammettere l'esistenza di "posizioni" o di "situazioni fiduciarie", pur escludendo che tali situazioni possano trovare la loro fonte in un vero e proprio negozio fiduciario».

⁽³⁴⁾ V., in particolare, C. GRASSETTI, *Trust anglosassone*, cit., 552 ss., il quale contesta che le *fiduciary relationships* descritte dal Vinter possano rappresentare una base per la costruzione fiduciaria e che, con riferimento a dette relazioni di «fiducia si [possa] parlare solo in un senso assolutamente non tecnico».

⁽³⁵⁾ Si noti che la possibilità di abuso è stata identificata quale tratto distintivo del rapporto fiduciario non soltanto dalla letteratura anglosassone (cfr., T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, cit., 809-811), bensì anche da quella interna del negozio fiduciario: cfr., in particolare, C. GRASSETTI, *Del negozio fiduciario*, cit., 355,

rapporto non ha ricevuto sostanziale riconoscimento nel nostro ordinamento, l'interrogativo successivo dovrebbe vertere sulla possibilità di ingresso, nel nostro ordinamento, di un rapporto che conosca un'emersione normativa soltanto in contesti giuridici differenti.

Non può, tuttavia, non darsi conto di un recente tentativo, della letteratura privatistica interna, di ripensamento della fiducia.

Si è detto che la fiducia si estrinseca nell'assunzione, da parte di un soggetto, della titolarità di un bene, nell'interesse di un altro; si è detto, altresì, che, nell'ordinamento interno, la figura è stata tipicamente spiegata attraverso il negozio fiduciario. Quest'ultimo è stato illustrato come un atto che abbia ad oggetto il trasferimento di un bene e la contestuale assunzione dell'impegno, da parte del destinatario del trasferimento, di farne l'uso prescelto e operarne, poi, un trasferimento in capo al trasferente (ovvero ad un terzo) ⁽³⁶⁾. Detta definizione della fiducia è stata ritenuta – da più parti ⁽³⁷⁾ – del tutto inadeguata a cogliere le peculiarità proprie della fattispecie fiduciaria, poiché postula che la fonte della fiducia sia il contratto. Riconducendo la fattispecie fiduciaria all'*atto* ⁽³⁸⁾, identificandola quindi, non tanto attraverso il «substrato materiale» nel quale essa trova giustificazione ⁽³⁹⁾, bensì nei soli suoi effetti, non si è riconosciuta rilevanza alla fiducia come fatto che legittima l'utilizzo di un bene da parte del fiduciario ⁽⁴⁰⁾. Se si assume che un dato fenomeno sia il medesimo quale che sia l'ordinamento, la domanda circa il suo

secondo il quale «è veramente caratteristica del negozio fiduciario la potestà di abuso, che corrisponde all'esistenza di un semplice affidamento personale all'accipiente che questi non farà un uso del potere giuridico trasmessogli che sia in contrasto con le finalità economiche per cui gli è trasmesso quel potere». Nel medesimo senso, anche L. CARIOTA-FERRARA, *I negozi fiduciari*, cit., spec. 9, e G. MESSINA, *Negozi fiduciari*, cit., 20.

⁽³⁶⁾ V., ad esempio, V.M. TRIMARCHI, voce *Negozio giuridico*, cit., 34.

⁽³⁷⁾ Cfr. N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, cit., 14 e 67; E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 35; e anche G. DIURNI, *Variazioni sul tema fides e fiducia nella storia giuridica*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 3 ss.

⁽³⁸⁾ Cfr. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 35. Si spiega così, secondo l'Autore, l'origine dell'esigenza di affiancare alla fiducia "dinamica", la fiducia "statica", il cui tratto qualificante si rinviene nell'assenza dell'atto di disposizione del fiduciante in favore del fiduciario.

⁽³⁹⁾ E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 37, il quale afferma che tale operazione appare «stando agli insegnamenti di teoria generale, difficilmente spiegabile ove ci si ponga in una prospettiva di qualificazione di una fattispecie e non di mera descrizione delle regole a essa dedicate». Nel medesimo senso, distinguendo tra *figurae* e *substantiae iuris*, G. DIURNI, *Variazioni sul tema fides*, cit., 3.

⁽⁴⁰⁾ V. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 84-92, il quale non limita gli errori della visione tradizionale del negozio fiduciario al sola interpretazione della fiducia come *contratto*, ma estende anche ad altri, pur riconoscendo che quello "contrattuale" sia «forse [il] più grave».

riconoscimento non può riguardare l'identificazione del fatto stesso, ma deve vertere, necessariamente, sull'ammissibilità – in un dato ordinamento – di un istituto che a quel fenomeno corrisponda. Se, tuttavia, si riconduce il detto fenomeno ad una manifestazione *formale* (quale è il contratto), la sua configurabilità dipenderà soltanto dall'atteggiarsi di quell'ordinamento rispetto al dato formale ⁽⁴¹⁾.

La «nuova identificazione del fenomeno» ⁽⁴²⁾, mediante una ricostruzione storico-comparata dello stesso, spoglia la fiducia dell' (*in thesi*) artificioso legame con il contratto, valorizzandone l'effettività. È così che la fattispecie fiduciaria, secondo questa teoria, nasce da un fatto e consiste soltanto in un fatto ⁽⁴³⁾. Con il termine “fiduciario” non si indica la causa di un contratto, bensì un tipo di rapporto stante il quale un soggetto acquista legittimazione ad esercitare prerogative su di un bene altrui, resa legittima dalla fiducia che il titolare del bene ripone nel fiduciario ⁽⁴⁴⁾. In questa prospettiva, è la situazione fiduciaria in sé, a prescindere dalla stipula di un contratto tra le parti, a produrre conseguenze giuridicamente rilevanti. La peculiarità del rapporto sta nella circostanza per cui la realizzazione del programma che le parti si sono date dipende quasi interamente dalla *spontanea* soddisfazione dell'altrui interesse da parte del soggetto fiduciario; in questo senso, si tratterebbe di un rapporto distinguibile dall'*intuitus personae*, rapporto nel quale le caratteristiche personali di un contraente sono funzionali all'espressione del consenso dell'altro. E ciò in quanto, per un verso, il fiduciario è gravato da obblighi a prescindere dalla circostanza che il contratto si sia perfezionato e, per un altro, poiché l'inosservanza degli obblighi fiduciari sarebbe disciplinata da regole distinte da quelle definite per la responsabilità contrattuale ⁽⁴⁵⁾.

⁽⁴¹⁾ Cfr. E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 120.

⁽⁴²⁾ V. E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 109.

⁽⁴³⁾ Sempre E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 112, per il quale il fatto si compone di due elementi: il primo è la legittimazione, intesa quale circostanza per la quale un soggetto, diverso dal titolare del bene, assume una posizione tale da poter esercitare su di questo diversi poteri; il secondo, di natura soggettiva, consta del peculiare consenso del fiduciante nell'immettere il fiduciario nella disponibilità, nonché, specularmente, nella volontà del secondo di assumere detta posizione.

⁽⁴⁴⁾ In questi termini, E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 109.

⁽⁴⁵⁾ V. E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 86, spec. nt. 158. V. anche ID., *Il problema della responsabilità*, cit., spec., 100-101.

V., invece, nel senso quindi di considerare i rapporti fiduciari anglosassoni in senso completamente a-tecnico e, per lo più, assimilabili ai rapporti connotati da *intuitu personae*, C. GRASSETTI, *Trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, cit., 548 ss., *supra*, nt. 26.

Sempre secondo la medesima ricostruzione, il solo fatto di trovarsi nella disponibilità materiale di un bene altrui produce una rilevanza reale e obbligatoria, vincolando il fiduciario in due direzioni: il *duty of loyalty* e il *duty of care*.

Il principale apporto della teoria in discorso sta nell'affermare che nel nostro ordinamento la *situazione* fiduciaria abbia una rilevanza giuridica propria, non tanto e in quanto vengano riconosciute le regole fiduciarie pertinenti ai sistemi di *common law*, bensì piuttosto per il fatto di rinvenire, nel sistema normativo italiano, regole che possono definirsi *tecnicamente* fiduciarie. E così, depurata la situazione fiduciaria da qualsivoglia fondamento contrattuale, la dottrina dell'affidamento rinviene la formazione della fattispecie nelle ipotesi tipiche e atipiche di "legittimazione" nonché nella disciplina del possesso e, nello specifico, nella possibilità del lecito acquisto del medesimo da parte del non proprietario ⁽⁴⁶⁾.

Con riferimento, invece, ai doveri fiduciarie, questi si riscontrerebbero, da un lato, nelle regole che disciplinano l'alienazione della cosa ricevuta indebitamente, per le quali si imputano al fiduciario obblighi restitutori analoghi a quelli derivanti, in capo al *fiduciary*, nel diritto anglosassone ⁽⁴⁷⁾: ed esse rappresenterebbero una figura analoga a quella del *duty of loyalty*; con riferimento, dall'altro lato, al *duty of care*, questo si ricaverebbe da quanto previsto nel nostro ordinamento in tema di frutti percepiti dal possessore convenuto in rivendica, generando così tutele analoghe a quelle previste in ambiente anglosassone.

La teoria postula, infine (ed in conformità con le teorie di *fiduciary law*) ⁽⁴⁸⁾, che più ampio sarà l'affidamento riposto dal fiduciante nei confronti del fiduciario (e quindi la discrezionalità di quest'ultimo), maggiore sarà il problema di garantire che il fiduciario

⁽⁴⁶⁾ In particolare nelle norme che postulano la liceità dell'acquisto di un bene da parte di un non proprietario e l'efficace esercizio da parte di quest'ultimo dei poteri a questo collegati. Cfr. E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 111.

⁽⁴⁷⁾ Si assimilerebbe, così, secondo Ginevra, la «posizione del fiduciario a quella dell'*accipiens* che abbia alienato la cosa "dopo" avere conosciuto l'obbligo di restituirla" e tenendo presente la responsabilità del *solvens* (e dunque del fiduciante o del diverso beneficiario dell'amministrazione fiduciaria) di potere pure "esigere il corrispettivo dell'alienazione" o di "agire direttamente per conseguirlo" (art. 2038, comma 2, c.c.)»: cfr. E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 125.

⁽⁴⁸⁾ T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, Fathom, 2008, 61 ss., per la quale i doveri di lealtà e diligenza sono tanto più stringenti quanto più il fiduciario abbia discrezionalità nell'utilizzo del bene o nell'esercizio dei poteri affidati.

agisca in maniera efficiente nei confronti del bene e del soggetto titolare dello stesso. Per l'effetto, più stringenti e maggiormente cogenti saranno gli obblighi fiduciari.

Ricostruito, nei termini di cui si è detto e in via estremamente sintetica, il rapporto fiduciario, la teoria di cui si dà conto conclude che sia possibile affermare che anche nel nostro ordinamento questo rapporto goda di una considerazione normativa e che possa delinearsi, conseguentemente, una disciplina nei termini con i quali, nei sistemi anglosassoni, si regola il rapporto fiduciario ⁽⁴⁹⁾.

1.2.1. (Segue) La qualificazione in termini fiduciari del rapporto tra intermediario finanziario e cliente in virtù della politica legislativa europea.

Detta teoria è stata estesa, in particolare, ai rapporti tra cliente e intermediario che presta servizi di investimento.

Secondo la ricostruzione in commento è il *fatto* stesso di acconsentire a legittimare alcuno (diverso dal proprietario) ad esercitare, su di un bene, determinati poteri, a produrre conseguenze giuridicamente rilevanti per le parti. Esiste, quindi, una *substantia iuris* ⁽⁵⁰⁾, dotata di alcune caratteristiche precise, idonea a consentire l'applicazione di una composita architettura di tutele previste dal sistema codicistico. Tra queste caratteristiche vi è, come si è visto, un trasferimento che consente ad un soggetto – a ciò incaricato – di agire sul bene trasferito, con pieni poteri (financo dispositivi).

Come è noto, però, nel servizio d'investimento, manca il «momento possessorio che connota la relazione fiduciaria» ⁽⁵¹⁾, dacché il cliente mantiene la titolarità formale e sostanziale dei valori che sono gestiti per suo conto ben potendo – diversamente dall'ipotesi del *fatto* fiduciario – concorrere ad assumere decisioni rilevanti sui suoi beni.

⁽⁴⁹⁾ E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., 105 ss.; E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 123-126.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. G. DIURNI, *Variazioni sul tema fides*, cit., 3 ss.

⁽⁵¹⁾ V. A. PERRONE, *Dalla trasparenza alla fiducia. Il diritto del mercato finanziario dopo la crisi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, 2012, Milano, 405 ss., ma spec. 409, il quale pone in termini dubitativi l'applicabilità della teoria dell'affidamento fiduciario ai servizi di investimento, anche per via del rilievo sistematico per il quale, in presenza di un corpo di norme speciali (intendendo, con quest'ultimo, le clausole generali di cui agli artt. 21 e ss. del T.u.f.), non sembra essere necessario il ricorso al diritto comune. Esclude di ricorrere alla logica dei *fiduciary duties* o a quella dell'affidamento fiduciario per definire i comportamenti degli intermediari argomentando che nei servizi di investimento è assente il momento possessorio che, invece, definisce la relazione fiduciaria.

L'Autore della teoria dell'affidamento fiduciario supera, però, l'ostacolo rappresentato dall'assenza del "momento possessorio" attraverso un percorso argomentativo che origina dalla legge e non dal *fatto*. L'indagine principia, infatti, con l'esame della normativa di settore e, in particolare, con ciò che la medesima si propone di tutelare. La protezione dell'*affidamento* dell'investitore sarebbe, secondo l'interpretazione adottata, al centro degli obiettivi di politica legislativa. E ciò in virtù di una duplice esigenza, occorrendo incoraggiare *da un lato*, l'investitore a "riporre fede" nell'intermediario e, *dall'altro*, l'intermediario a prendere su di sé l'altrui fiducia ⁽⁵²⁾. Assunta detta prospettiva, l'interrogativo ha riguardato la possibilità della prima di incidere sull'inquadramento del singolo rapporto (in termini fiduciari) e, così (per l'effetto) sulla disciplina dello stesso. Le conseguenze, in caso di esito positivo, sarebbero le medesime che l'Autore riconduce all'affidamento fiduciario: il sorgere, in capo al fiduciario, di doveri diversi – per contenuto e intensità – da quelli previsti in sede contrattuale ⁽⁵³⁾. Al fine di fornire risposta (positiva) all'interrogativo, l'Autore in discorso fa riferimento all'esperienza storico-comparata della *ficiary law*.

L'evoluzione giurisprudenziale della dottrina fiduciaria anglosassone ha esteso la qualifica fiduciaria – e l'applicazione delle relative regole – a relazioni che possono ricondursi al modello dell'*agency*, connotate da un'intensità di affidamento inferiore (rispetto a quello dell'affidamento fiduciario di un bene) che si esplica con l'attribuzione al fiduciario di un incarico di assumere decisioni per conto del fiduciante, ma con un permanente controllo, da parte di quest'ultimo, sulle risorse che sono state affidate in gestione ⁽⁵⁴⁾.

Se questi sono i presupposti funzionali al fine di ammettere l'operare della sanzione fiduciaria nell'ambiente di *common law* – si argomenta – qualora la moderna disciplina dell'intermediazione finanziaria fosse legata ai medesimi presupposti funzionali,

⁽⁵²⁾ Cfr. E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 100.

Contra, nel senso di ritenere che la fiducia in sé sia un fenomeno che non ha nulla a che fare con la finanza né abbia carattere finanziario, P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, cit., 191 ss.

⁽⁵³⁾ V. E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 100.

⁽⁵⁴⁾ E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 104.

potrebbe qualificarsi come “fiduciaria” la relazione oggetto della disciplina e ritenerla assoggettata alle medesime regole ⁽⁵⁵⁾.

Si tratterebbe, tuttavia e in sostanza, di riconoscere, nell’ordinamento interno, un’evoluzione giurisprudenziale straniera; ma non solo: la giurisprudenza in oggetto poggia la propria interpretazione evolutiva sulla premessa del riconoscimento, nell’ordinamento, della *fiduciary law*.

La possibile (e corretta) obiezione rispetto alle difficoltà di recepimento delle costruzioni operate dai giudici di *common law* viene superata mediante un duplice ordine di ragioni: da una parte, il diritto interno, come ampiamente illustrato *supra* con riferimento alla teoria dell’affidamento fiduciario, conosce regole che possono dirsi tecnicamente fiduciarie (sfuggite all’elaborazione dominante, ritiene l’Autore, a causa della scarsa conoscenza della *fiduciary law*); dall’altra parte, poiché la disciplina dell’intermediazione è di matrice europea, non può escludersi che la stessa abbia in sé ispirazioni legate anche alla tradizione di *common law* ⁽⁵⁶⁾.

Osservato, quindi, il progresso normativo che ha caratterizzato la politica legislativa in tema di mercati finanziari ⁽⁵⁷⁾, e interpretato l’obiettivo del legislatore della MiFID I ⁽⁵⁸⁾ come volto ad assecondare il naturale affidamento dell’investitore e responsabilizzare l’intermediario, l’Autore ne conclude che proprio in questa possano riscontrarsi i

⁽⁵⁵⁾ Cfr. la posizione di L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, cit., 39, spec. nt. 71, per la quale «sotto la spinta della circolazione e recezione della c.d. *Agency Theory*, vada finalmente delineandosi nelle diverse esperienze giuridiche continentali una singolare convergenza di opinioni circa una rinnovata visione del modo di intendere la “fiduciarità” del rapporto tra gestore e gerito». Secondo l’Autrice, la “fiduciarità” del rapporto non va ricercata «sul piano della titolarità dei diritti reali o dell’affidamento al gestore del patrimonio desinato», quanto più sulla «circostanza che l’agire del gestore è finalizzato alla realizzazione dell’interesse del gerito e sulla conseguente necessità di predisporre meccanismi di salvaguardia diretti ad impedire all’uno di assumere decisioni opportunistiche o derivanti dall’interesse del secondo».

⁽⁵⁶⁾ E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 103 ss.

⁽⁵⁷⁾ Il quale, secondo l’Autore, può definirsi come il passaggio dalla “trasparenza alla fiducia”, E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 107-108; ma v., in questo senso, anche A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa*, 2015, I, 31 ss.

⁽⁵⁸⁾ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio. Si segnala, in proposito, che la direttiva è stata considerata come facente parte della *Fiduciary law* da T. FRANKEL, *Transnational Fiduciary Law*, in *Irvine J. Int’l Transnat’l & Comp. L.*, 2020, 17, spec. nt. 1.

presupposti della relazione fiduciaria e che possano aversi, per l'effetto, le conseguenze che il medesimo vi riconduce.

L'interesse della teoria, tanto nella sua prospettiva *generale* di affidamento fiduciario, quanto in quella *speciale* che colloca quest'ultimo nell'ambito dell'intermediazione finanziaria, è principalmente volto a definire una soluzione rimediale nel caso di violazione dei doveri fiduciari. E infatti, in conclusione, la teoria postula che, poiché i doveri fiduciari sono orientati a proteggere l'integrità patrimoniale, la violazione di questi importa la possibilità di agire per la riduzione in pristino del patrimonio affidato.

1.3. I doveri fiduciari nell'intermediazione finanziaria e nella gestione collettiva: punti di contatto.

Per verificare se possa esistere uno spazio, nel nostro sistema interno, per la qualifica fiduciaria riferita ai soggetti che operano nella gestione collettiva, occorre, prima di trarre una conclusione rispetto a detto quesito, esplorare la possibilità che la recente «rivoluzione copernicana»⁽⁵⁹⁾, operata con riferimento all'intermediazione, sia astrattamente applicabile anche alla gestione collettiva.

A questo fine, pare necessario adottare il medesimo punto di osservazione dal quale la sopradetta teoria ha preso le mosse: l'impianto (nonché l'intento) normativo interno ed europeo in materia di regole di comportamento. Rispetto alla composita architettura normativa (interna ed esterna) non si vuole proporre una completa disamina (che ci si propone di operare, invece, nel prosieguo, quando ci si soffermerà sulle singole regole che sono imposte ai gestori); si vuole, invece (e soltanto), scorrere i principi posti alla base delle due discipline di cui si discute, in una prospettiva funzionale alla verifica dell'astratta applicabilità della teoria dell'affidamento fiduciario all'attività di gestione collettiva.

In questa prospettiva, occorre far riferimento all'art. 35-*decies* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58⁽⁶⁰⁾ che definisce le regole di comportamento cui devono attenersi, nello

⁽⁵⁹⁾ Cfr. E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie*, cit., 126.

⁽⁶⁰⁾ D'ora in avanti "T.u.f." o "Testo Unico".

svolgimento del servizio di gestione collettiva, tanto le società di gestione del risparmio, quanto le Sicav e le Sicaf che non affidino il proprio patrimonio ad un gestore esterno⁽⁶¹⁾.

Già nel vigore della disciplina precedente⁽⁶²⁾ – la quale, comunque, non differisce significativamente da quella attuale⁽⁶³⁾ – i commentatori suggerivano che i principi dettati in ordine al comportamento cui debbono attenersi i gestori sono principi generali largamente ispirati a quelli previsti dall'art. 21 del T.u.f.⁽⁶⁴⁾, i quali dettagliano le regole comportamentali applicabili ai soggetti che prestano servizi di investimento⁽⁶⁵⁾. Il richiamo appare «più che giustificato»⁽⁶⁶⁾ in considerazione del fatto che, sotto il profilo

⁽⁶¹⁾ Possibilità, questa, ammessa dall'art. 38 T.u.f.; Cfr., sul punto P. SFAMENI - M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di P. Sfameni - A. Giannelli, Milano, 2018, 233 ss., ma spec. 259-260.

⁽⁶²⁾ L'Art. 40 T.u.f., rubricato – come anche l'art. 35-*decies* T.u.f. – «Regole di comportamento e diritto di voto». L'art. 35-*decies* T.u.f. è stato introdotto, in sostituzione del precedente art. 40, dall'art. 4 del decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44, attuativo della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi (“AIFMD”). La direttiva, all'art. 12, definisce i principi generali cui devono attenersi i Gefia, nell'esercizio della loro attività. L'allegato I alla direttiva, in particolare, dettaglia le funzioni minime di gestione degli investimenti che un Gefia deve svolgere nella gestione di un Fia, nonché quelle supplementari che può svolgere durante la gestione collettiva di un Fia. Nell'ambito di queste ultime, vi è, alla lett. c), la previsione delle «attività collegate agli attivi dei FIA, segnatamente i servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del GEFIA [enfasi aggiunta; ndr]».

⁽⁶³⁾ Fatta eccezione per il riferimento alla parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti a uno stesso Oicr, introdotto a seguito del recepimento della AIFMD. Vigente la disciplina precedente, alcuni commentatori avevano ipotizzato che l'assenza del riferimento – che invece risultava dall'art. 21 T.u.f. – rappresentasse la sottrazione delle gestioni collettive alla c.d. “tutela indiretta” dell'interesse dell'investitore (G. ALPA - P. GAGGERO, *Commento sub art. 17*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, 128 s.). La lacuna non si giustificava, tuttavia, in considerazione del volume degli investimenti che fanno (e facevano) capo ai gestori (così F. VELLA, *Commento sub art. 40*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, 2002, 359) ed era, pertanto, stata colmata mediante l'art. 48 del regolamento Consob 11522/1998 che faceva riferimento all'integrità del mercato.

Un'altra differenza (che non può considerarsi di scarso interesse) consiste nell'aggiunta, nella nuova disposizione in tema di *duty of loyalty*, della qualificazione «migliore» riferita all'interesse degli Oicr e dei partecipanti, sulla quale v. *ultra*, Capitolo Secondo, par. 1.2.1.

⁽⁶⁴⁾ Si vedano: M.G. IOCCA, *Commento sub art. 35-decies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Milano, 2020, 252; ID., *Commento sub art. 40*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 450; L. MULA, *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 496; M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. Rescigno, 16, Torino, 2008, 39; F. VELLA, *Commento sub art. 40*, cit., 358.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. P. SFAMENI - M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 250-251 e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2021, 247.

⁽⁶⁶⁾ F. VELLA, *Commento sub art. 40*, cit., 358.

della correttezza e, più in generale, del rapporto con gli investitori, la gestione collettiva e quella individuale «presentano rischi analoghi» ⁽⁶⁷⁾.

Se questo è vero dal punto di vista del diritto interno (la cui disciplina risulta ormai interamente derivata da quella dell'Unione europea) ⁽⁶⁸⁾ a seguito del recepimento della MiFID I e della MiFID II ⁽⁶⁹⁾ – che pur escludono dal loro ambito applicativo la gestione collettiva ⁽⁷⁰⁾ – l'affinità tra i due settori si sarebbe accentuata ⁽⁷¹⁾, in virtù del fatto che il modello di riferimento delle disposizioni in materia di comportamento dei gestori è la “disciplina MiFID”, pur con alcune differenze volte ad adattare detta disciplina al servizio di gestione collettiva ⁽⁷²⁾.

Con riferimento a quest'ultima, regolata – a livello europeo – dalla Direttiva UCITS ⁽⁷³⁾ e dalla AIFMD, la Consob ha esteso le regole di comportamento destinate ad applicarsi soltanto ai servizi d'investimento anche al servizio di gestione collettiva del risparmio, nel (non espresso, ma chiaro) intento di garantire la medesima tutela agli investitori, grazie all'adozione di principi uniformi cui debbono adeguarsi tanto i soggetti che prestano servizi d'investimento, quanto quelli che esercitano il servizio di gestione collettiva ⁽⁷⁴⁾. Mediante il Regolamento Intermediari ⁽⁷⁵⁾, le regole di condotta dettate

⁽⁶⁷⁾ Così, L. ENRIQUES - F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, Bologna, 1998, 356. Nello stesso senso anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 260, per il quale, «quantomeno sin dall'emanazione del TUF anche alla prestazione del servizio di gestione collettiva si applicano specifiche regole di condotta, che perseguono obiettivi in linea con quelli ai quali è ispirata la corrispondente disciplina in materia di servizi di investimento». V. anche F. VELLA, *Commento sub art. 40*, cit., 358.

⁽⁶⁸⁾ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 220.

⁽⁶⁹⁾ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

⁽⁷⁰⁾ Cfr. l'art. 2, lett. h) della MiFID I e (l'identico) art. 2, co. 1, lett. i) della MiFID II, nei quali si legge che la direttiva non si applica «agli organismi di investimento collettivo e ai fondi pensione, siano essi armonizzati o meno a livello dell'Unione, nonché ai soggetti depositari e ai dirigenti di tali organismi».

⁽⁷¹⁾ M.G. IOCCA, *Commento sub art. 35-decies*, cit., 252.

⁽⁷²⁾ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 262, dove l'Autore argomenta che detta presa a modello appare condivisibile, in considerazione del fatto che un gestore di Oicr può essere autorizzato a prestare anche servizi di investimento, così evitando l'applicazione di regole e sistemi differenti ad un medesimo soggetto.

⁽⁷³⁾ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), come modificata da ultimo dalla Direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014.

⁽⁷⁴⁾ V. P. SFAMENI - M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 250.

⁽⁷⁵⁾ Adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 (di seguito anche il “Regolamento Intermediari”), le disposizioni del quale saranno analizzate, più nello specifico, nell'ambito della

dalla “disciplina MiFID” sono estese anche ai gestori, ai quali si applica, ad opera di più di un rinvio espresso, anche il Regolamento delegato 231/2013, che integra la AIFMD⁽⁷⁶⁾ e che è intervenuto direttamente, formulando norme di dettaglio, sulla materia della gestione collettiva⁽⁷⁷⁾.

Nell’ambito del *level playing field* fra la disciplina MiFID e quella AIFMD e UCITS, pare utile ricordare che, in occasione della consultazione proposta dalla Commissione europea⁽⁷⁸⁾ a partire dall’ottobre 2020 ai fini della revisione della AIFMD, l’Autorità di vigilanza europea ha sottolineato la necessità di garantire parità di condizioni tra le due discipline⁽⁷⁹⁾, al fine di garantire che coloro che esercitino attività simili siano soggetti alle medesime regole.

L’impostazione, già adottata da Consob – come si è detto –, è in ogni caso da considerare quale facente parte di un disegno di armonizzazione delle due discipline volto alla valorizzazione di una comune tutela dei soggetti che fruiscono dei distinti servizi.

Quanto appena visto pare sufficiente al fine di fornire una risposta affermativa in ordine all’applicabilità della ricostruzione fiduciaria del rapporto tra clienti e intermediario anche alla gestione collettiva⁽⁸⁰⁾.

ricostruzione dei doveri dei gestori (cfr. *ultra*, Capitoli Secondo e Terzo). Ci si riferisce, in particolare, agli artt. 97, 98 e 99.

⁽⁷⁶⁾ Cfr. l’art. 98 del Regolamento delegato 231/2013 rubricato «Prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio», nel quale si prevede che «[i] gestori applicano l’articolo 18, paragrafi 1, 3 e 4, del regolamento (UE) n. 231/2013»; si consideri, a questi fini, inoltre, che l’art. 99 del Regolamento Intermediari estende le regole della MiFID anche alla gestione collettiva, imponendo (in conformità all’art. 27 del Regolamento delegato 231/2013) alle Sgr di adottare, nell’eseguire ordini su strumenti finanziari per conto degli Oicr gestiti, tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per gli Oicr gestiti o per gli investitori di tali Oicr (la c.d. “*best execution*”). Pare utile menzionare infine anche l’art. 104 del Regolamento Intermediari, il quale rinvia (nuovamente) al Regolamento delegato 231/2013 – in particolare, all’art. 24 –, per la materia degli incentivi (nel linguaggio internazionale, gli *inducements*): le Sgr non possono versare o percepire compensi ovvero fornire o ricevere prestazioni non monetarie ad eccezione di quelli forniti dall’investitore, nel rispetto delle condizioni previste nell’ambito degli incentivi.

V., sul punto, P. SFAMENI - M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 250-252.

⁽⁷⁷⁾ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 262.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Public Consultation on the Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)*, 2020, disponibile sul sito *internet* della Commissione, ove considerazioni circa un quadro maggiormente armonizzato.

⁽⁷⁹⁾ V. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Letter on the Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, 18 agosto 2020, reperibile all’indirizzo *internet* dell’Autorità, il cui terzo punto riguarda la relazione tra la disciplina MiFID e quella AIFMD/UCITS, nell’ambito della quale l’Autorità si auspica un «*level playing field*».

⁽⁸⁰⁾ Peraltro, in letteratura non sembrano esserci dubbi in ordine alla compatibilità: v., sul punto, G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni d’investimento*

A ciò si aggiunga, in particolare, che se sono stati sollevati dubbi ⁽⁸¹⁾ in ordine alla compatibilità dell'affidamento fiduciario con il servizio di investimento per via dell'assenza del "momento possessorio" che connota la relazione fiduciaria, il medesimo argomento non può valere con riferimento alla gestione collettiva. A differenza della prestazione di un servizio di investimento, nella gestione collettiva vi è il trasferimento della legittimazione a disporre che «svuota e degrada» ⁽⁸²⁾ la posizione dell'investitore a mera posizione beneficiaria. E infatti, se nella gestione collettiva i clienti affidano parte del loro patrimonio a soggetti qualificati i quali si occupano, per conto dei primi ma in nome proprio, di massimizzarne il valore ⁽⁸³⁾, nella gestione individuale il cliente mantiene la titolarità formale e sostanziale dei valori che sono gestiti per suo conto ⁽⁸⁴⁾. Non stupisce, in questo senso, che il *trust*, istituto che si caratterizza per il trasferimento di un bene che esce dalle disponibilità e dal controllo del trasferente ⁽⁸⁵⁾, sia stata definito il «vero e proprio "archetipo" logico-concettuale della categoria degli OICR» ⁽⁸⁶⁾.

mobiliare, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25 ss., spec. 57; F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 457 ss.; Ma v. anche P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 54 s.

⁽⁸¹⁾ V. *retro*, nt. 51.

⁽⁸²⁾ V. F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione*, cit., 685 ss., spec., 743 e 748 il quale sottolinea che il "patrimonio mobiliare" è stato «corredato dagli aggettivi "fiduciaria" (o "per conto altrui") e "dinamica" (o "attiva"), per sottolineare, di volta in volta, l'alienità dell'interesse gerito e la finalità non meramente conservativa dell'attività». Può ammettersi, secondo l'Autore, l'uso indifferenziato dei due termini (anche in endiadi).

⁽⁸³⁾ Cfr. F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione*, cit., 738, per il quale il conferimento del sottoscrittore alla società gerente importa il distacco da una cospicua massa patrimoniale dalla sfera di appartenenza del primo e la sua esclusiva destinazione all'impiego in titoli ed altre attività finanziarie, da parte della seconda con un «unico essenziale limite di compatibilità: il potere decisionale e, gli innumerevoli poteri dispositivi, in cui esso rifrange, debbono, in via di massima, restare concentrati in capo al gestore, dal quale saranno discrezionalmente esercitati, secondo l'indirizzo previamente concordato. Ciò importa, peraltro, che, ove la proprietà (individuale o collettiva) dei valori in massa permanga nella sfera giuridica del sottoscrittore, si tratterà inevitabilmente di una proprietà delegata, meramente beneficiaria, svuotata degli elementi di libertà e volontà inerenti al *dominium*».

⁽⁸⁴⁾ F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 202, spec. nt. 1, il quale individua anche nell'ambito della gestione del portafoglio la sussistenza di «obblighi in senso lato fiduciari dell'intermediario».

⁽⁸⁵⁾ Cfr. l'art. 2 della Convenzione dell'Aja, del 1 luglio 1985, relativa alla legge sui *trusts* ed al loro riconoscimento.

⁽⁸⁶⁾ L'espressione è di F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, IX, spec. nt. 3, ove molti riferimenti anche rispetto al *trust* quale modello per le forme d'investimento finanziario; la riconducibilità della gestione collettiva al *trust* è ampiamente considerata in letteratura: cfr., in luogo di altri, P. GIUDICI, *Società di gestione del risparmio*, in *Enc. Dir.*, IV, 2011, 1098.

La teoria dell'affidamento fiduciario importa l'allontanamento dei doveri che discendono dalla prestazione dei servizi di investimento e discenderebbero (anche) dall'attività di gestione collettiva, da quelli che derivano dalla figura del mandato (che ha rappresentato, in letteratura, lo «schema generale di gestione per conto altrui») ⁽⁸⁷⁾ e riporta i medesimi all'alveo possessorio, come assunto nei contesti di *common law*. Il mandato è stato, infatti, lo schema generale – oltre che dei servizi di investimento – della gestione collettiva ⁽⁸⁸⁾, anche per via della formulazione del Testo Unico che, con riferimento al rapporto che lega il gestore e i partecipanti ai fondi, testualmente recita: «la Sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario» ⁽⁸⁹⁾. Detto riferimento non può, però, rappresentare una diretta riconducibilità del rapporto (e degli obblighi che ne discendono), al mandato ⁽⁹⁰⁾, le caratteristiche essenziali del quale ben si distinguono

⁽⁸⁷⁾ V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 791 ss., per il quale non soltanto esiste una sfera di applicabilità diretta dei principi generali (in particolare degli artt. 1175 e 1176 c.c. e nelle disposizioni relative al contratto di mandato) laddove l'ordinamento speciale presenti delle lacune, ma le regole di comportamento degli intermediari rappresentano una specificazione dei principi dell'ordinamento relativi agli obblighi di comportamento di chi sia incaricato di gestire per conto di altri. Così anche M. CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca borsa*, 1994, I, 31 ss., F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, in *Il diritto della Borsa nella prospettiva degli anni Novanta*, a cura di G. Minervini, Napoli, 1993, 206 ss.

⁽⁸⁸⁾ Cfr. G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione*, cit., 50 ss., per il quale è il dato letterale a suggerire il legame diretto tra mandato e gestione. La gestione dei fondi comuni di investimento si distingue, però, dallo schema generale del mandato, per due circostanze: a) il carattere collettivo e b) la spersonalizzazione della posizione del mandante. «La normativa del codice in materia di mandato risolve, infatti, i problemi di una realtà economica nella quale la gestione si caratterizza, tra l'altro, per il fatto che gestore e gerito sono persone fisiche determinate, tendenzialmente due, tra le quali corre un rapporto di conoscenza e di fiducia; al contrario, il fenomeno dei fondi comuni di investimento presenta, come detto, una forma di gestione collettiva e nella quale la figura del mandante (o del gerito) risulta “spersonalizzata”» (68-69).

⁽⁸⁹⁾ Cfr. art. 36, co. 3, T.u.f.

⁽⁹⁰⁾ Supera l'indicazione letterale dell'art. 3, co. 1, l. 23 marzo 1983, n. 77 che testualmente disponeva che la società di gestione del fondo «risponde verso i partecipanti per la gestione secondo le regole del mandato», A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, 177 ss., secondo il quale il rapporto è qualificabile come un rapporto di gestione, ma non come un rapporto di mandato: e ciò perché il rapporto di gestione «gravita intorno all'obbligazione di fare della società di gestione (costituire e gestire il fondo nell'interesse dei partecipanti secondo il programma enunciato nel regolamento), alla quale però non fa riscontro alcun potere di ingerenza dei partecipanti», risultando così coerente con la finalità istituzionale dei fondi comuni, che consiste nell'offrire al risparmiatore un «mezzo di investimento che si avvale dell'esperienza e della capacità di gestori professionali muniti di ampia discrezionalità tecnica» (179-180).

Esprime preoccupazioni rispetto all'applicazione, in ambito di responsabilità del gestore, della disciplina del mandato, G. VISENTINI, *La gestione del Fondo da parte delle SGR: inquadramento giuridico*,

dal rapporto di gestione ⁽⁹¹⁾: nel primo il *dominus* del rapporto è il mandante, al quale spettano le decisioni ultime rispetto alle scelte intraprese dal mandatario; viceversa, nel secondo, il partecipante al fondo «lungi dall'essere il *dominus* del rapporto che lo lega alla società di gestione, si trova in una posizione di assoluta soggezione nei confronti di quest'ultima» ⁽⁹²⁾. Il rapporto di gestione si caratterizza, infatti, per l'impossibilità, in capo al risparmiatore, di influenzare le scelte del gestore, e ciò nonostante la previsione di un'assemblea dei partecipanti al fondo ⁽⁹³⁾, la cui sola facoltà deliberativa consiste nella possibilità di sostituire il gestore (senza evidentemente poter influenzare in alcun modo le sue scelte). Sembra, in conclusione che il problema della riconducibilità (o meno) del rapporto di gestione allo schema del mandato abbia «perduto quasi ogni importanza pratica: oggi il rapporto di partecipazione è un rapporto tipico ed è fatica vana il cercare

in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni, n. 23, Roma, 2000, 129 ss., ma spec. 136, per il quale vi sarebbe «il rischio che questo porti ad una riduzione dell'intensità di responsabilità; data la specificità della materia sarebbe stata più opportuna una maggiore sofisticazione al riguardo».

⁽⁹¹⁾ V., in proposito, efficacemente F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione*, cit., 750-753, per il quale esiste una nota differenziale decisiva tra il rapporto di gestione e il mandato, che consiste nel «quasi integrale esauteramento dell'investitore» (750), apprezzabile sotto due distinti profili: (i) mediante l'incarico conferito al gestore, il sottoscrittore – anche in ragione dell'affidamento che nutre nei confronti del primo per via della competenza professionale di questi – si spoglia di qualsivoglia potere d'indirizzo e d'ingerenza; (ii) al gerito è inibita la legittimazione di curare “in nome proprio” l'affare (attribuzione, quest'ultima, invece riconosciuta al mandante). In ultima analisi, secondo l'A., «estraneità al processo decisionale ed assenza di legittimazione danno dunque già il senso del profondo svuotamento della proprietà mobiliare, delegata al gestore-intermediario e ridotta quasi a mera aspettativa d'incrementi patrimoniali» (752).

Si veda, altresì R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 2010, 1335 ss., ma spec. 1336.

⁽⁹²⁾ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2018, 200.

⁽⁹³⁾ Nel vigore della previgente disciplina, l'assemblea dei partecipanti era stata definita come «l'organo che permette ai portatori di capitale di poter influire sulla gestione del patrimonio del fondo, non tanto al fine di orientare le scelte di investimento (che restano di competenza della SGR), quanto in vista della tutela dei propri interessi dall'inerzia o dall'abuso del gestore»: cfr. V. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006, 159. Ciò non stupisca: l'art. 37, co. 2-bis, T.u.f. recitava: «i partecipanti dei fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la società di gestione del risparmio. L'assemblea delibera in ogni caso sulla sostituzione della società di gestione del risparmio, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione» (per una ricostruzione della disciplina previgente, v. R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, cit., 1335 ss.). L'attuale art. 37, co. 3, T.u.f., modificato dall'art. 4 del d. lgs. 4 marzo 2014, n. 14, attuativo della AIFMD, invece – e con un'evidente attenuazione dell'importanza conferita in precedenza all'assemblea dei partecipanti – dispone che «il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore». Risulta pertanto difficile considerare ancora valide le riflessioni svolte in ordine all'assemblea nel vigore della disciplina precedente.

di ricondurlo a qualche altro rapporto tipico»⁽⁹⁴⁾. Il richiamo, da parte dell'art. 36, co. 5, T.u.f., «agli obblighi e alle responsabilità del mandatario» vale soltanto ad affermare la natura di obbligazione di mezzi (e non di risultato) dell'obbligazione assunta dal gestore, il quale certamente «non garantisce la realizzazione di un determinato risultato (ove non espressamente previsto dal regolamento di gestione)»⁽⁹⁵⁾, impegnandosi esclusivamente a offrire ai clienti la propria esperienza e professionalità.

1.3.1. Conclusioni in ordine alle ricadute della teoria dell'affidamento fiduciario sul piano interpretativo.

Può quindi tornarsi all'interrogativo iniziale (specificazione di quello principale): se l'interpretazione in termini fiduciari della gestione collettiva, così come elaborata dalla letteratura più recente, possa influire su quella dei doveri che incombono sui soggetti che la esercitano.

Sembra, sul punto, doversi offrire risposta parzialmente negativa.

Nella consapevolezza che i fenomeni sono i medesimi quale che sia l'ordinamento (la struttura del fatto, infatti, non muta in base alla propria collocazione geografica) e che diversa può esser soltanto la considerazione normativa che in detto fatto trova la sua premessa, la teoria dell'affidamento fiduciario conclude nel senso di riconoscere rilevanza, anche nell'ordinamento italiano, al rapporto fiduciario. Con un deciso cambio di prospettiva rispetto agli studi in materia di negozio (e di rapporto) fiduciario, detta teoria *da un lato* riconosce il rapporto a prescindere e nonostante il contratto che (eventualmente) lega le due parti e, *dall'altro*, costruisce un architrave di tutele (*rectius*: rimedi)⁽⁹⁶⁾ a garanzia di quel rapporto, che non trovano la propria fonte in una disposizione contrattuale, bensì nella legge.

⁽⁹⁴⁾ Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 200.

⁽⁹⁵⁾ V. D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario*², a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2011, 933.

⁽⁹⁶⁾ La precisazione e l'indagine dei quali è stata svolta, con riferimento alla situazione fiduciaria, da E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., *passim*; con riferimento, invece, ai servizi di investimento, da A. DALMARTELLO, *Prospettive dell'affidamento fiduciario nei servizi di investimento*, cit., 383 ss., il quale avverte la difficoltà di applicare regole civilistiche – quale quella dei rimedi – a una materia, quale è quella dei servizi di investimento, nella quale la disciplina concerne soprattutto l'attività del soggetto professionale e solo marginalmente il contratto.

Se si assume, come peculiare punto di osservazione della teoria, quello dei doveri, non sembrano potersi cogliere strumenti interpretativi rilevanti ai fini della domanda iniziale.

Con riferimento agli specifici obblighi che gravano sulla parte cui viene *affidata* la fiducia dell'altra, la teoria dell'affidamento fiduciario individua, infatti, nell'ordinamento interno, doveri assimilabili, quantomeno per la loro struttura binaria, ai doveri che si rinvencono nella fiducia anglosassone. E ciò tanto nella declinazione generale quanto in quella speciale dei servizi di investimento. Sembra infatti, che i doveri legali già previsti nei diversi ambiti (quello codicistico e quello speciale) del nostro ordinamento vengano raccolti entro le due categorie del *duty of loyalty* e del *duty of care*.

Detta teoria colloca la sua portata riformatrice su di un piano – per lo più – rimediabile, restando, la parte interpretativa, essenzialmente incardinata sulle direttrici dei sistemi anglosassoni, in una prospettiva funzionale alla definizione delle tutele.

Se infatti, e in ultima istanza, la teoria dell'affidamento fiduciario rinviene specifici obblighi a presidio del rapporto (che qualifica come) fiduciario nell'ordinamento italiano assimilandoli ai doveri fiduciari dei sistemi di *common law*, non pare che essa aggiunga – sul piano interpretativo – nulla a quanto non sia già stabilito, per legge, in materia di gestione collettiva; e infatti, i doveri specifici ai quali deve attenersi il gestore possono già agilmente distribuirsi nella struttura binaria anglosassone (come, del resto, ampiamente ammesso dalla più recente letteratura) ⁽⁹⁷⁾.

2. Un modello fiduciario armonizzato dei mercati finanziari.

Se non è stato possibile, mediante le teorie di cui si è dato conto, rintracciare strumenti ermeneutici che definiscano con precisione l'estensione della portata “fiduciaria” ⁽⁹⁸⁾, ciò non significa che – con riferimento agli investitori istituzionali –

⁽⁹⁷⁾ V., infatti, P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 601.

⁽⁹⁸⁾ È stato affermato, con riferimento alla teoria di cui si dà conto, che la presenza di un sistema di obblighi gravanti sui soggetti che esercitano l'attività di intermediazione finanziaria (ma il discorso, in considerazione delle sue premesse, vale altresì nei confronti della gestione collettiva), espressamente previsti dal T.u.f. nonché dalle fonti regolamentari, sembra non imporre il ricorso al diritto comune. Cfr. A. PERRONE, *Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., 409 e retro, nt. 51.

questa si traduca nel mero riferirsi ad obblighi già presenti nel nostro sistema, collocati nel (doppio) modello anglosassone.

È, infatti, la regolamentazione dell'attività di gestione collettiva che impone di ampliare lo sfondo dei possibili strumenti ermeneutici. Ne consegue – necessariamente – che le regole contenute nel T.u.f. (ma, come detto, di derivazione europea) devono essere lette, comprese ed interpretate alla luce dei principi dettati dal legislatore europeo, nell'ambito della politica legislativa afferente i mercati finanziari.

Attraverso l'introduzione di un corpo di norme speciali ⁽⁹⁹⁾, raccolte nel Testo Unico, si era già perduta la centralità del codice civile: nel settore dei mercati finanziari le leggi speciali costituiscono, pertanto e ormai, il diritto *generale* di un'intera materia ⁽¹⁰⁰⁾. E infatti, poiché «l'affannosa realtà economica delle odierne società civili pone la legislazione speciale quale unico strumento per la creazione di un ordinamento economico democratico», «è logico allora che anche l'elaborazione dei principi giuridici fondamentali, quelli che s'andavano ponendo pomposamente sotto le categorie della dommatica, nonché gli strumenti ermeneutici, debbono essere rivisti per elaborare nuovi criteri adatti a fornire una valida interpretazione sistematica del nuovo ordinamento che dalle leggi speciali trae la sua struttura» ⁽¹⁰¹⁾.

Senza voler entrare nel merito del dibattito che riguarda il rapporto tra i principi dettati dalla legge speciale e le clausole generali del diritto civile, che vengono – in un rapporto di continua dialettica – ora specificate ora integrate ⁽¹⁰²⁾, sembra necessario oggi

⁽⁹⁹⁾ «Così impropriamente chiamate solo perché regolano fattispecie non previste dal codice»: così G. ROSSI, *La grande impresa fra "privato" e "pubblico" e le leggi speciali*, in *Trasparenze e vergogna*, Milano, 1982, 58, dal quale si cita, ma anche in *Riv. soc.*, 1980, 401 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ Cfr. N. IRTI, *L'età della decodificazione*⁴, Milano, 1999, 26 ss., ove anche ulteriori riflessioni sui testi unici, quali strumenti con la funzione «non già di raccogliere e sistemare norme giuridiche accanto al codice, ma piuttosto il *contro* il codice» (69-70). Ma v. anche, ID., *Leggi speciali (Dal monosistema al polisistema)*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, 141 ss., ove afferma che «la legge speciale non è chiamata più a svolgere principi contenuti nel codice civile, ma ad attuare indirizzi e criteri programmatici fissati nella Costituzione, cioè in *norme che occupano, nella gerarchia delle fonti, un grado superiore a quello delle norme del codice civile*. Il rapporto di genere a specie non corre più tra codice civile e legge speciale, ma tra Costituzione e legge speciale: la raggiera si ricomponde intorno ad un nuovo centro, da cui si espandono principi diversi da quelli del codice civile» (145).

⁽¹⁰¹⁾ Così, G. ROSSI, *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger - P. Casella, Milano, 1984, 5.

⁽¹⁰²⁾ In questo senso, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 146; V., fra i tanti, C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova la legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, 1993, I, 300 ss.; V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento*, cit., 791 ss.

spostare (e mantenere) il discorso sul piano del diritto europeo. Quest'ultimo, con riferimento alla tutela dell'investitore nel mercato dei capitali, ha conosciuto una straordinaria evoluzione di politica legislativa, nel corso degli ultimi anni.

Il modello economico neoclassico, sull'assunto che il mercato possa (e debba) autoregolamentarsi, postula un solo intervento legislativo diretto ad implementare la trasparenza, grazie alla quale si "disinfetterebbero" ⁽¹⁰³⁾ le asimmetrie informative tra gli investitori e gli operatori, sole colpevoli delle inefficienze del mercato ⁽¹⁰⁴⁾. Questo impianto è stato, come noto, messo in discussione tanto dal legislatore europeo ⁽¹⁰⁵⁾, quanto dalla crisi finanziaria che ha disvelato i limiti dell'agire razionale degli agenti economici ⁽¹⁰⁶⁾ mostrando la «distanza tra il dato reale e i postulati del paradigma fondato sulla *disclosure*» ⁽¹⁰⁷⁾. Ne è conseguita un'azione del legislatore volta ad adeguarsi in modo più rispondente alle esigenze della realtà economica attuale ⁽¹⁰⁸⁾, nella quale non si vuole tanto (e soprattutto non solo) fornire tutte le informazioni necessarie a che il cliente possa formarsi un giudizio e agire razionalmente di conseguenza, bensì creare delle

V., invece, da ultimo, P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 565, il quale afferma che le incertezze relative all'interpretazione dei doveri di comportamento «devono essere risolte con il ricorso sistematicamente conforme ai principi generali del diritto civile e commerciale».

⁽¹⁰³⁾ Per riprendere il linguaggio del celebre giudice L. BRANDEIS, *Other People's Money and How the Bankers Use it*, New York, 1914, 92 «Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman»; al quale provocatoriamente rispose L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*², Boston, 1988, 32: «the length and complexity of some SEC prospectuses make one wish that Brandeis had recognized that excessive sunlight can cause skin cancer»; vedi anche, più recentemente, sul punto, T. PAREDES, *Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation*, in *Wash. Un. Sch. Law – Faculty Working Paper no. 03-02-02*, 2003.

⁽¹⁰⁴⁾ V. per tutti, N. MOLONEY, *Financial Services and Markets*, in *The Oxford Handbook of Regulation*, a cura di R. Baldwin - M. Cave - M. Lodge, Oxford, 2012, 438 ss.

⁽¹⁰⁵⁾ Attraverso la MiFID, sulla quale – proprio in riferimento al superamento del modello della trasparenza – v. N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, *passim*.

⁽¹⁰⁶⁾ V., in proposito, in tema di meccanismi psicologici (irrazionali): G.A. AKERLOF - R.J. SHILLER, *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton, 2009; v. anche, da ultimo, G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa*, 2020, I, 966 ss., dove si esplora anche la "fiducia" dal punto di vista della finanza comportamentale; nonché ID., *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 140 ss., ove ulteriori riferimenti.

⁽¹⁰⁷⁾ Così A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, cit., 33; nonché ID., *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, 525 ss.

⁽¹⁰⁸⁾ La quale si caratterizza anche per il «declino del *welfare state* e, pertanto, da una crescente responsabilità finanziaria delle famiglie»: in questi termini, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, cit., 34.

condizioni per le quali il cliente si possa *fidare* del suo interlocutore ⁽¹⁰⁹⁾. Il risultato di questa tendenza si esprime in un intervento proattivo che consiste nell'imporre regole di comportamento, configurando il rapporto tra l'operatore e il cliente come «“relazionale” anziché “transazionale”» ⁽¹¹⁰⁾.

Detta operazione avviene anche mediante il progressivo abbandono della centralità del contratto ⁽¹¹¹⁾ quale fonte degli obblighi dei soggetti, per la ragione che non può relegarsi alle parti la messa a punto dei principali strumenti di tutela a presidio del cliente e dell'integrità dei mercati.

E ciò per un duplice ordine di ragioni: da un lato, per via del noto problema studiato dall'analisi economica (e posto alla base dei *fiduciary duties*) ⁽¹¹²⁾ per il quale nei rapporti contrattuali nei quali esiste una fisiologica disparità (informativa nonché di potere contrattuale) ⁽¹¹³⁾ si rendono necessari interventi legislativi al fine di tutelare la parte

⁽¹⁰⁹⁾ V. anche, sul punto, L. PURPURA, *L'evoluzione “fiduciaria” dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca borsa*, 2013, I, 222.

La prospettiva fiduciaria nei rapporti tra intermediari e clienti (e anche tra gestori e partecipanti al fondo) emerge particolarmente in ambiente giuridico anglosassone, dove si teorizza che il ventesimo secolo ha conosciuto un'espansione senza precedenti della *fiduciary law*, in considerazione soprattutto dei fenomeni che – son considerati – assolutamente centrali: la specializzazione e il “*pooling*”, e cioè il trasferimento delle risorse di molti individui a un esiguo numero di esperti; cfr., in questo senso, T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, cit., 804.

⁽¹¹⁰⁾ Cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, cit., 38. In questo senso, anche E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 107 s.

⁽¹¹¹⁾ Abbandono che, come già sottolineato, è stato recentemente auspicato in letteratura da E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, cit., *passim*.

⁽¹¹²⁾ La letteratura, in tema, è amplissima. Si rimanda, per una prospettiva generale, a F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., 90-108; e IID., *Contract and Fiduciary Duty*, cit., 425 ss., ma spec., 426, per i quali, «the duty of loyalty is a response to the impossibility of writing contracts completely specifying the parties' obligations» in quanto «when one party hires the other's knowledge and expertise, there is not much they can write down». V., altresì, R.H. SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, cit., 199, per il quale i doveri fiduciari sono la risposta al problema della contrattazione “incompleta”, e cioè di quel fenomeno stante il quale, a causa di elevati costi di transazione, non è possibile anticipare tutti gli imprevisti futuri, né è realisticamente attuabile la rappresentazione – per iscritto – di ogni contingenza. V., infine, per considerazioni rispetto anche all'*asset management*, R. COOTER - B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: its Economic Character and Legal Consequences*, in *N. Y. U. L. Rev.*, 1991, 1045 ss., spec. 1046-1057, per i quali, «because asset management necessarily involves risk and uncertainty, the specific behavior of the fiduciary cannot be dictated in advance». Per gli autori è da escludersi, altresì, in qualità di soluzione al detto problema, il monitoraggio del comportamento del fiduciario, in quanto eccessivamente (e proibitivamente) costoso.

⁽¹¹³⁾ Il rapporto delle quali è connotato non soltanto da asimmetrie informative, bensì anche da un'impari collocazione del potere contrattuale, come acutamente osservato in letteratura: per tutti, F.

debole. Il ricorso ai doveri fiduciari è stato, infatti, sovente giustificato, dall'analisi economica del diritto, dalla convinzione che i primi sostituiscono – in un contesto di disparità informativa e alti costi transattivi – le condizioni contrattuali che la parte debole avrebbe negoziato se avesse potuto ⁽¹¹⁴⁾.

Dall'altro lato, poiché gli obblighi di comportamento gravanti sui soggetti abilitati formano una tutela tanto degli investitori quanto del mercato, essa non può essere rimessa alla sola contrattazione tra soggetti ⁽¹¹⁵⁾.

Se è vero, quindi, che nei sistemi di *common law*, alla legge fiduciaria si ricorre soltanto quando le parti non hanno stabilito diversamente, occorrendo questa, normalmente, come *default rule* ⁽¹¹⁶⁾, ciò non può trovare riscontro nell'ambito delle regole imposte dal legislatore europeo in materia di gestione collettiva.

Il legislatore europeo prima, ed interno poi, hanno posto dei veri e propri obblighi in capo agli investitori istituzionali che si atteggiavano non tanto come *default rules*, quanto più (e al contrario) come *mandatory rules*, capaci di spiegare la propria forza cogente a prescindere da qualsivoglia accordo tra le parti. E ciò si deduce agevolmente non tanto (e non solo) dal tenore delle norme stesse ⁽¹¹⁷⁾, ma anche dalla prospettiva che permea l'impianto normativo, il quale risulta esser rivolto alla tutela di un (duplice) interesse

DENOZZA, *Law and Power in a World with No Transaction Costs: An Essay on the Legitimizing Function of the Coasian Narrative*, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com, 2009.

⁽¹¹⁴⁾ Cfr. F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, 426, i quali ammettono che «ever since Ronald Coase published “The Problem of Social Cost”, it has been understood that legal rules can promote the benefits of contractual endeavors in a world of scarce information and high transaction costs by prescribing the outcomes the parties themselves would have reached had information been plentiful and negotiation costless».

V., con riferimento alla separazione patrimoniale dovuta dagli intermediari, P. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, 426, per la quale la separazione patrimoniale «rivela dunque la sua natura di *dovere fiduciario*, per quanto *sui generis*, dovere diretto a salvaguardare l'interesse del risparmiatore a sopportare il solo rischio economico-finanziario effettivamente assunto nel contratto», e che quindi «diversamente dai doveri fiduciari in senso proprio, il dovere di separazione si preoccupa di stabilire specifici criteri di priorità o di esclusività nella selezione degli interessi rilevanti, sottraendo così all'agente il compito di risolvere eventuali conflitti tra i titolari di pretese concorrenti. In tal senso (...) il dovere di separazione tende a ridurre l'incompletezza contrattuale mediante l'imposizione di un vero e proprio obbligo, a sua volta fondato su un dovere fiduciario».

⁽¹¹⁵⁾ V., in proposito, T. FRANKEL, *Regulation and Investors' Trust in the Securities Market*, in *Brook. L. Rev.*, 2002, 439 ss., la quale enuclea i benefici che gli operatori finanziari ottengono da una regolamentazione stringente.

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. R.H. SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, cit., 204-206.

⁽¹¹⁷⁾ Si pensi all'art. 35-*decies* del T.u.f., per le disposizioni del quale sono adoperati soltanto indicativi presenti («Le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni: a) operano (...); b) si organizzano (...) c) adottano (...); d) assicurano (...); e) provvedono (...))».

pubblico ⁽¹¹⁸⁾: l'interesse degli Oicr gestiti (e dei relativi partecipanti) e l'integrità del mercato. Entrambi, questi, i fini del legislatore europeo, nella regolamentazione della gestione collettiva (nonché dell'attività di servizi di investimento ⁽¹¹⁹⁾). In questo senso dispone, infatti, la direttiva UCITS la quale, all'art. 14, par. 1, lett. a) impone agli Stati membri di redigere le regole di condotta «che le società di gestione in esso autorizzate devono osservare in ogni momento». Queste regole debbono attuare *almeno* alcuni principi, tra i quali quello di «agire, nell'esercizio della propria attività, in modo leale e corretto, nell'interesse degli OICVM che gestisce e dell'integrità del mercato [enfasi aggiunta; ndr]».

La formula, adoperata dall'art. 35-*decies* T.u.f., «evidenzia la profonda interrelazione che esiste tra queste due finalità, in considerazione dell'incidenza che le violazioni delle regole di comportamento relative ai rapporti con i singoli clienti possono presentare sull'affidabilità del mercato finanziario nel suo insieme, e viceversa del ruolo svolto dall'integrità dei mercati nel soddisfare l'interesse dei clienti alla realizzazione delle proprie aspettative di investimento» ⁽¹²⁰⁾. Ciò significa che l'interesse a che il soggetto abilitato all'attività si comporti secondo le regole su di esso gravanti non è di sola natura privatistica – riguardante, quindi, il singolo rapporto tra il soggetto ed il cliente – bensì anche e soprattutto pubblicistica ⁽¹²¹⁾.

⁽¹¹⁸⁾ Pende per un interesse in prevalenza pubblicistico, G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca borsa*, 1998, I, 372 s. secondo il quale la tutela degli investitori è soltanto indiretta e riflessa, in quanto la stabilità, la trasparenza dei soggetti, che sono i principi strutturali dell'ordinamento in materia di mercati finanziari, rimangono l'obiettivo principale del legislatore (del T.u.f.).

⁽¹¹⁹⁾ Principi simili si rinvencono altresì, in diversi Considerando della MiFID II (il 53, 54, 164 ove testualmente si fissano gli obiettivi della direttiva: «poiché l'obiettivo della presente direttiva, vale a dire creare un mercato finanziario integrato nel quale gli investitori siano efficacemente tutelati e salvaguardare l'efficienza e l'integrità del mercato nel suo insieme, richiede che siano stabiliti obblighi regolamentari comuni per quanto riguarda le imprese di investimento a prescindere dal paese in cui esse siano autorizzate nell'Unione») e articoli (9, par. 3, 4, 6; 16, 24, rubricato «Principi di carattere generale e informazione del cliente».

⁽¹²⁰⁾ Cfr. M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 161. In questo senso anche F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini - P. Marchetti, Roma, 1998, 111.

⁽¹²¹⁾ Per M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, cit., 160, alla profonda interrelazione conseguono due corollari: da una parte, che gli obblighi di comportamento debbono essere valutati «alla luce di interessi relativi alla conformazione del mercato diversi da quelli del singolo rapporto tra cliente ed intermediario, e dunque utilizzando parametri diversi da quelli del diritto delle obbligazioni e dei contratti» e, dall'altra parte, che le valutazioni in ordine all'integrità dei mercati influiscono sul giudizio di diligenza e correttezza

Non deve dunque stupire se il legislatore europeo, a seguito dei fallimenti di mercato degli scorsi decenni, abbia mutato la propria politica in materia di mercati finanziari, intervenendo sugli obblighi di comportamento a tutela degli investitori e del mercato stesso. Sembra possibile allora ipotizzarsi una figura, quella degli obblighi fiduciari, che nasca (e si collochi soltanto) nel diritto europeo dei mercati finanziari.

La detta figura è utile a definire un legame intercorrente tra un soggetto che si rapporta ad un altro che svolga una determinata attività ⁽¹²²⁾. Le norme che lo regolano debbono essere lette ed interpretate alla luce degli obiettivi che l'armonizzato contesto europeo si è dato: quello *immediato* di tutela degli investitori e dell'integrità del mercato nonché quello *mediato*, che permetta agli investitori di *fidarsi* del soggetto abilitato e, quindi, del mercato ⁽¹²³⁾.

Le regole imposte – e recepite nel T.u.f. – pur presentando i caratteri delle clausole generali, sono in verità disposizioni di immediata applicazione ⁽¹²⁴⁾, nell'interpretazione delle quali il ruolo centrale è svolto dalle finalità perseguite. Non si tratta, pertanto, di fumosi criteri generali, capaci di adattarsi al frenetico evolversi della realtà economica e dei problemi che questa pone ⁽¹²⁵⁾; sono, al contrario, precise regole cui attenersi.

della singola operazione: «ciò che risulta diligente e corretto rispetto ad una specifica operazione, potrebbe non esserlo in un'ottica che considera un numero estremamente ampio di operazioni dello stesso tipo, con il risultato di pervenire comunque ad un ampliamento potenziale delle violazioni che possono essere accertate dagli organi di vigilanza».

Parla di “prospettiva sociale” e di “gruppo sociale”, identificato nei risparmiatori, E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità*, cit., 104 s.

⁽¹²²⁾ È noto, infatti, che il legislatore europeo, nel regolare la gestione collettiva, abbia adottato un approccio spiccatamente *funzionale* (riguardante, quindi, l'*attività*) che prescinde dagli schemi formali e organizzativi dei soggetti agenti (che rappresentano soltanto un «involucro» dalle forme cangianti per lo svolgimento dell'attività» si veda F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)*, cit., XV ss.

⁽¹²³⁾ Cfr. Anche la tesi elaborata da L.A. STOUT, *The Investor Confidence Game*, in *Brooklyn L. Rev.*, 2002, 407 ss., ma spec. 408, per la quale «Investor trust provides the foundation on which the American securities market has been built. Without investor trust, our market would be a thin shadow of its present self. Suspicious and distrustful investors would refuse to exchange their hard-earned cash for such abstract and intangible goods as corporate securities. Instead, they would put their savings into tangible assets like gold or real estate, or under their mattresses».

⁽¹²⁴⁾ Sulla natura delle disposizioni in materia di obblighi di comportamento dei soggetti abilitati, v. G. ALPA, *Commento sub art. 21*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Padova, 1998, 219, per il quale «la natura della disposizione, pur formulata in modo ampio, non può dare adito a dubbi: trattasi di disposizione immediatamente cogente, anche se composta di principi, *standards* e clausole generali».

⁽¹²⁵⁾ V. U. PATRONI GRIFFI, “Fiduciary duties” e *gruppi di società*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 892, spec. nt. 19, il quale ammette che i *fiduciary duties* abbiano occupato un ruolo centrale nel sistema

Pare utile, infine, chiarire che, ove si ritenesse di aderire a questa impostazione, non può che concludersi per la non applicabilità, alla gestione collettiva, della distinzione tra doveri regolamentari e doveri fiduciari ⁽¹²⁶⁾. Secondo quest'ultima, teorizzata con riferimento agli istituti bancari, vi sono interessi – tutelati dalle Autorità di supervisione – che riguardano la stabilità finanziaria e i risparmiatori: gli interessi pubblici, al presidio dei quali sorgono i “doveri regolamentari”; diversi sono i “doveri fiduciari” che, invece, riguardano il rapporto dell'ente con i propri azionisti e creditori. Dalla distinzione sorgono diversi piani di *enforcement*: i doveri posti a presidio della stabilità finanziaria sono tutelati dalle sanzioni delle Autorità di vigilanza e, diversamente, quelli “fiduciari”, dai rimedi privatistici.

Assunto che la distinzione rileva, per la più parte, rispetto ai rimedi – che sono esclusi dalla presente indagine – essa non può comunque ritenersi riferibile ai doveri gravanti sui soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione in forma collettiva ⁽¹²⁷⁾. Una siffatta distinzione, che sembra definire recisamente i doveri a seconda dell'interesse tutelato, non è passibile di trasposizione anche ai doveri degli investitori istituzionali. Pur essendovi, anche con riferimento a questi obblighi, una possibile duplicità di posizioni (i soci e creditori del gestore, da un lato, e gli investitori del fondo, dall'altro), una e sola è l'attività: perciò il dovere fiduciario è da ritenersi dovuto nei confronti dei quotisti. In questo senso paiono deporre pure le disposizioni del T.u.f. ⁽¹²⁸⁾ che impongono l'assunzione, verso i partecipanti, degli obblighi e le responsabilità del mandatario in capo alla Sgr ⁽¹²⁹⁾, nonché il dovere di votare «nell'interesse dei partecipanti» (art. 35-*decies*, co. 4, T.u.f.). Sembra quindi potersi affermare che, sul piano dei doveri (e sulla loro interpretazione), esista un dovere fiduciario europeo uniforme

normativo americano probabilmente per la loro «elasticità e capacità di adattamento ad epoche e situazioni in continua trasformazione che, oltre ad impedirne il precoce invecchiamento, ha permesso con lo scorrere del tempo di dare risposta ai molti problemi suscitati dai rapporti obbligatori».

⁽¹²⁶⁾ G. FERRARINI, *Understanding the Role of Corporate Governance in Financial Institutions: A Research Agenda*, ECGI Law Working Paper no. 347/2017, disponibile sul sito internet dell'Istituto, 19-24.

⁽¹²⁷⁾ I quali non paiono essere esclusi da questa distinzione da G. FERRARINI, *Understanding the Role*, cit., 21, laddove afferma che i medesimi argomenti (riferiti alle Autorità di vigilanza bancarie) possono essere svolti *mutatis mutandis* con riferimento alle altre Autorità di vigilanza.

⁽¹²⁸⁾ Cfr. l'art. 36, co. 4, T.u.f.

⁽¹²⁹⁾ Per le distinzioni sui doveri (e sulla conseguente responsabilità) a seconda della struttura dell'Oicr (contrattuale ovvero statutaria), v., P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 598-600.

(*rectius*: armonizzato) ⁽¹³⁰⁾, volto alla duplice (e interconnessa) tutela dell'investitore e del mercato. In un contesto di economia globalizzata e di libertà di stabilimento, quale è quello europeo, pare naturale immaginarsi un'interpretazione uniforme dei doveri gravanti sui gestori che, molto spesso, operano in diversi Stati membri, al fine ultimo di permettere ai risparmiatori di riporre fiducia in questi ultimi ⁽¹³¹⁾.

Diverso discorso riguarda, invece, il piano rimediale: quello, cioè, che si attiva nell'eventualità del mancato rispetto dei doveri. Se infatti, il legislatore ha previsto che gli operatori debbano adeguarsi a modelli comportamentali uniformi, a vantaggio tanto della fiducia dei risparmiatori – che viene così sottratta alle decisioni (e alle politiche) degli Stati membri – quanto, anche, dell'agilità dei traffici degli operatori, la struttura dei rimedi è interamente rimessa alle scelte dei singoli Stati (e per questa ragione oggetto di maggiore attenzione da parte dei giudici ⁽¹³²⁾ e della letteratura ⁽¹³³⁾). Risulterebbe, infatti, assai complesso – rimanendo pur sempre auspicabile ⁽¹³⁴⁾ – regolare uniformemente i

⁽¹³⁰⁾ Di questo avviso: M. GRAZIADEI, *Fiduciary Law*, cit., 298-301.

⁽¹³¹⁾ V., in proposito, il *Libro verde* della Commissione europea del 5 aprile 2011, *The EU corporate governance framework*, cit., 1197 ss., l'*incipit* del quale testualmente riporta: «la Commissione ha recentemente ribadito il proprio impegno a favore di un mercato unico solido e vincente che torni a porre al centro dell'attenzione i cittadini e ne riconquisti la fiducia».

⁽¹³²⁾ Si pensi, sul punto, all'ordinamento interno, nel quale non esiste una precisa fonte regolamentare che definisca le tutele a disposizione del c.d. “risparmio tradito”; e infatti «una più adeguata risposta alle esigenze di tutela richieste dalla natura essenzialmente fiduciaria del rapporto tra cliente e intermediario risulta in larga parte realizzato con interventi di *law in action* della giurisprudenza civile»; così, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, cit., 34-35.

⁽¹³³⁾ V., infatti, la nascita della teoria dei “doveri di protezione”: C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova la legge sulla intermediazione mobiliare*, cit., 300 ss., richiamata anche da A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 1782 ss., ma spec. 1796, la quale ammette che il tema del dovere fiduciario in capo agli investitori istituzionali «riecheggia la discussa configurabilità, pure nel nostro ordinamento, dei doveri di protezione nei confronti di soggetti terzi non parte di un rapporto contrattuale. Anche in Italia, infatti, si pone il problema di capire come ed in che termini sia possibile configurare dei doveri di protezione (non solo nei confronti di una controparte, ma pure) nei confronti di soggetti con cui non si intrattiene un rapporto contrattuale».

⁽¹³⁴⁾ Esistono, infatti, Autorità – quantomeno a livello dell'Unione europea – che possono promuovere un ordinamento giuridico policentrico, mediante il proprio potere di vigilanza e (soprattutto) regolamentare.

V., in proposito, la «fortemente utopistica» idea (così la definisce P. MONTALENTI, *Il diritto commerciale dalla separazione dei codici alla globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2012, 399) di G. ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, 929 ss., per il quale la soluzione per dominare una «*lex mercatoria* frammentaria, interscambiabile e facilmente eludibile sarebbe quella della creazione di un'autorità politica mondiale che avesse i necessari poteri per applicare un diritto di governo finanziario ed economico globale». L'idea, che ripropone il progetto di uno *jus cosmopoliticum* kantiano (1795), sarebbe quella di applicare un diritto di governo finanziario ed economico globale.

rimedi, posto che assolutamente diverse sono le strutture e tradizioni giuridiche degli Stati.

SEZIONE II

SULLA CONFIGURABILITÀ DI UN DOVERE FIDUCIARIO NEI CONFRONTI DELLA SOCIETÀ PARTECIPATA

3. Considerazioni preliminari e inquadramento del problema.

Si è fatto cenno, nel breve discorso che precede ⁽¹³⁵⁾, all'esistenza di recenti ⁽¹³⁶⁾ teorie che attribuiscono, in capo agli investitori istituzionali, doveri fiduciari nei confronti delle società partecipate. La ragione del manifestarsi di tali orientamenti è da attribuirsi principalmente alla nuova (e dirompente) emersione sul piano economico ⁽¹³⁷⁾ e

⁽¹³⁵⁾ Cfr. *retro*, par. 1.

⁽¹³⁶⁾ Il tema è di viva attualità e risulta perciò poco trattato dalla più risalente dottrina giuscommerciale; v., però, G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, 909 che, in considerazione del fatto che la situazione attuale (che paragona a quella descritta da Berle e Means, caratterizzata dalla passività dei soci) si presenta «assai più complicata rispetto alla semplicità dei sistemi giuridici tradizionali, tant'è che nel capovolgimento generale dei ruoli non deve essere trascurato l'aspetto dei "doveri fiduciari" che gli stessi azionisti organizzati e costantemente attivi possono avere nei confronti della società e degli altri soci». V., altresì, V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 884 s. secondo il quale l'esistenza dei doveri fiduciari nei confronti della società partecipata «non induce a ipotizzare una funzionalizzazione dei diritti di *voice* al perseguimento di un interesse sociale definibile in astratto (con le formule su cui l'attuale dibattito dottrinale si sta confrontando), ma evoca piuttosto i principi di buona fede, di correttezza e di lealtà nell'esecuzione del contratto e il dovere di protezione dell'altrui interesse» che ben possono essere posti a fondamento di conseguenze sul piano risarcitorio rappresentando così un deterrente per comportamenti «gravemente scorretti».

⁽¹³⁷⁾ Con l'eloquente immagine secondo la quale «the distribution of shareholdings had begun to shift away from households toward institutions» (così R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., 874) si descrive il fenomeno che ha modificato il volto alla struttura economica nordamericana. Basti pensare che nel 1980 investitori istituzionali detenevano il 28,4% del capitale delle società statunitensi, arrivando al 50,6% nel 2009 (i dati sono citati da E.B. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo. L. J.*, 1991, 447, ma la letteratura che rileva la concentrazione istituzionale è vastissima). Per dati più aggiornati, v., tra gli altri, A. DASGUPTA - V. FOS - Z. SAUTNER, *Institutional Investors and Corporate Governance*, ECGI Working Paper no. 700/2020, disponibile sul sito internet dell'Istituto, 7 ss.

Le percentuali di partecipazione al capitale delle società riferite sono – pur riferibili agli Stati Uniti – espressione di un fenomeno che riguarda e caratterizza anche l'Europa (in questo senso, si veda, E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, cit., 365 s. V., per dati più aggiornati sull'attuale stadio della concentrazione istituzionale: ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Corporate Governance Factbook 2021*, reperibile sul sito internet dell'Organizzazione; ma anche A. DE LA CRUZ - A. MEDINA - Y. TANG, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, 2019. Può, quindi, sostenersi, ad un livello pressoché

normativo (in forza anche di un amplissimo contributo della letteratura scientifica) del ruolo degli investitori istituzionali nei mercati finanziari.

In questo contesto, la configurabilità di doveri fiduciari nei confronti della società partecipata è una questione che si presta ad esser indagata sotto un duplice profilo, cui corrispondono distinti piani d'indagine ⁽¹³⁸⁾.

Un primo piano riguarda il possibile apporto, declinato primariamente nell'attività di monitoraggio e di *stewardship* ⁽¹³⁹⁾, da parte degli investitori istituzionali sulla *governance* e sul funzionamento delle società partecipate. Il ruolo di "sorveglianti" del buon funzionamento degli emittenti è stato loro attribuito principalmente dal legislatore europeo il quale, riconoscendo negli investitori istituzionali degli azionisti potenzialmente informati e dotati di risorse sufficienti ⁽¹⁴⁰⁾ (in contrapposizione

generalizzato, che gli investitori istituzionali «are a permanent feature of the financial landscape and their growth will continue at a similar, and perhaps even faster, pace» cfr. Bank for international Settlements, Annual Report, 1998, 95.

V., inoltre, per un'efficace descrizione del mutamento del capitalismo nordamericano: R.C. CLARK, *The four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises*, in *Harvard L. Rev.*, 1981, 561 ss. il quale ha distinto quattro stadi del capitalismo nordamericano, tutti personificati nei propri diversi protagonisti: il primo – caratterizzato dalle prime organizzazioni commerciali in forma societaria – è riconducibile all'imprenditore; il secondo, invece, al *business manager* professionista, protagonista dell'età in cui la funzione imprenditoriale si è scissa tra proprietà e controllo; il terzo è riportato alla figura del *portfolio manager* che opera per conto degli istituzionali, quale risultato della scissione tra l'apporto di capitale e l'investimento (nell'ambito della quale l'investimento si è professionalizzato). L'A. prevede anche una quarta fase identificata con quella del pianificatore del risparmio. Dalle riflessioni circa la terza fase, nella quale si è scissa la funzione della proprietà tra quella che apporta il capitale e quella che gestisce attivamente l'investimento (che è professionalizzata), l'A. ricava una quarta fase nella quale è l'apporto di capitale che si scinde: tra il possesso di "beneficial claims" e la decisione di risparmiare, che risulterebbe in un soggetto professionale.

L'emersione degli istituzionali e, più in particolare, dei fondi pensione ha ispirato nuove teorie economiche che suggeriscono la nascita del socialismo negli Stati Uniti attraverso i fondi pensione: i lavoratori diverrebbero i proprietari delle imprese americane attraverso le contribuzioni ai propri *retirement plans*: P.F. DRUCKER, *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, New York, 1976.

⁽¹³⁸⁾ Osservava, con riferimento agli investitori istituzionali, la scissione della nozione di *controllo*, da intendersi per un verso, come il potere di «determinare la condotta in forza dell'entità del proprio possesso azionario o di altri vincoli contrattuali» e, per un altro verso, come quella che si esprime in una sorveglianza sugli amministratori, D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 488, spec. nt. 27.

⁽¹³⁹⁾ Si tenterà d'inquadrare i significati di questi concetti più avanti, *ultra*, nel Capitolo Terzo, par 3.

⁽¹⁴⁰⁾ Rilevano A. DASGUPTA - V. FOS - Z. SAUTNER, *Institutional Investors and Corporate Governance*, cit., 33 ss., che esistono due modalità con le quali può guardarsi all'attività di monitoraggio degli istituzionali (che corrispondono ad altrettanti filoni di letteratura scientifica): il primo si è focalizzato su cosa gli investitori istituzionali "possano fare"; con ciò s'intende la tendenza a considerare gli

all'investitore *retail*), ha loro riconosciuto il compito di porre rimedio alle inefficienze causate dalla dissociazione tra proprietà e controllo ⁽¹⁴¹⁾. In questa prospettiva vengono, dunque, in rilievo gli interrogativi circa la sussistenza di un dovere a monitorare (che può svolgersi mediante, in particolare – ma senza limitarsi a –, l'esercizio dei diritti inerenti all'informazione del socio, i dialoghi tra gli investitori e il consiglio di amministrazione, l'esercizio del voto in assemblea) e, quindi, di un dovere (“fiduciario”) *all'esercizio* attivo dei poteri incorporati nella partecipazione, che sorgerebbe nei confronti della società partecipata.

Poiché si ritiene che non sussistano, sotto questo profilo, alcuni doveri fiduciari nei confronti della società partecipata ⁽¹⁴²⁾, ci si occuperà di detto argomento nell'unica parte in cui questo può rilevare, e cioè quando si verificherà se – e se sì, in che modo – queste attività, così come individuate dal legislatore europeo, possano far parte dei doveri di diligente gestione dell'investitore istituzionale nel rispetto dei doveri fiduciari su di questi

istituzionali – nel loro complesso – dei soggetti che, rispetto all'attività di *trading*, possono considerarsi sofisticati, con i rischi che ne conseguono (come, in particolare, quello di acquisire maggiori diritti di voto rispetto al concreto interesse nutrito nei confronti della società). Il secondo, invece, si concentra su “chi sono”, considerando primariamente il loro rapporto di agenti rispetto ai propri clienti e analizzandone i diversi incentivi, a seconda del tipo (che consegue alla diversa natura o propensione al rischio del proprio cliente).

⁽¹⁴¹⁾ Il ruolo attribuito agli investitori istituzionali come soggetti capaci di monitorare efficacemente l'operato del *management* emerge dalla Direttiva Azionisti II, ma si innesta in un – più ampio – quadro che recupera la figura del socio come proprietario della società e, per ciò stesso, in grado (oltre che in dovere) di monitorarla. Sotto questo profilo si può fare riferimento anzitutto al HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, presieduto da Jaques de Larosière, *Report*, 2009, disponibile sul sito *internet* della Commissione europea, nel quale, tra le «Corporate governance failures» che hanno portato alla crisi finanziaria, si considera anche il mancato monitoraggio sul *management* ad opera (oltre che del consiglio di amministrazione, anche) degli azionisti («the owners of these companies»), ma anche a COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde – Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, COM (2010) 285, 2 giugno 2010, che, richiamando il rapporto de Larosière, afferma che «gli azionisti non hanno sempre svolto correttamente il loro ruolo di proprietari delle imprese» e che, nell'ambito di una riflessione sul governo societario delle società quotate, l'accento è da porsi sulla «posizione e il ruolo degli azionisti, sulla ripartizione dei compiti tra azionisti e consigli di amministrazione riguardo al controllo esercitato dai gruppi dirigenti». La politica legislativa europea ha quindi preso una posizione nel vivace dibattito che a lungo (pure in tempi recenti) ha visto contrapporsi gli studiosi nordamericani sulla *shareholder primacy*. Sulla questione la letteratura è assai estesa, ma si possono citare, tra i sostenitori del modello – auspicando una riforma per nominare gli amministratori, in modo che siano davvero *accountable* nei confronti degli azionisti –: L.A. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia L. Rev.*, 2007, 675 ss.; viceversa, sfavorevole all'adozione del modello: S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, cit., 1735 ss.; L.A. STOUT, *The mythical benefits of shareholder control*, in *Va. L. Rev.*, 2007, 789 ss.

⁽¹⁴²⁾ Di questo avviso anche F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 223.

gravanti nei confronti dei propri clienti ⁽¹⁴³⁾. E infatti, seguendo una concatenazione di assunti (ancorché non verificati) ⁽¹⁴⁴⁾ per la quale, poiché l'esercizio attivo dei poteri corporativi migliora le *performances* delle società partecipate (e così il rendimento delle partecipazioni), detto esercizio sarebbe svolto – secondo il disegno del legislatore dell'Unione europea – nell'interesse dei clienti e non, invece, della società partecipata (che comunque ne beneficerebbe direttamente).

Oggetto dell'analisi che segue è, invece, il secondo possibile piano d'indagine che pure (come il primo) attiene al ruolo dell'investitore istituzionale come socio di società quotata, ma ne differisce, tuttavia, per la finalità di tutela e per il momento nel quale il dovere si esprime. In questo piano dell'indagine si proverà a verificare l'esistenza di doveri che incombono sugli investitori istituzionali nei confronti della società partecipata *nell'esercizio* dei poteri incorporati nella partecipazione ⁽¹⁴⁵⁾: nel (diverso) momento, quindi, in cui questi poteri sono effettivamente esercitati. L'origine delle teorie che configurano la sussistenza di detto secondo nucleo di doveri è da rinvenirsi nel potere degli investitori istituzionali, in qualità di soci «caratterizzati» ⁽¹⁴⁶⁾, di incidere sulle sorti delle società partecipate ⁽¹⁴⁷⁾. Con ciò s'intende la peculiare capacità di detto socio – per

⁽¹⁴³⁾ Si rinvia, perciò, al Capitolo Terzo, Sezione I, che ha ad oggetto il dovere di diligente gestione del patrimonio affidato all'investitore istituzionale.

⁽¹⁴⁴⁾ Le difficoltà di verifica attengono soprattutto alle premesse della sopracitata concatenazione di assunti: la tesi per la quale a fronte di un coinvolgimento attivo degli investitori istituzionali, volto soprattutto a monitorare il consiglio di amministrazione della società, le *performances* della società migliorino non è di agevole dimostrazione empirica in quanto (e soprattutto) non pare che le *performances* di una società possano essere legate ad un solo fattore (endogeno, peraltro). A ciò si aggiunga che scarseggiano – ma con rilevanti eccezioni – indagini che misurino la *qualità* della partecipazione attiva degli istituzionali, mentre si offrono per lo più ricerche empiriche sulla *quantità* dell'*engagement*, che forse possono fornire indici meno accurati sull'effettivo vantaggio della partecipazione attiva degli investitori. V., infatti, la recente indagine di M. BONACCHI - A. KLEIN - S. LONGO - G. STRAMPELLI, *The Effects of Credible Voluntary Disclosures: Institutional Investor Engagement and Investees' ESG Performances*, ECGI Working Paper no. 622/2022, reperibile sul sito *internet* dell'Istituto.

Per una ricognizione della letteratura (più risalente) sull'impatto dell'attivismo sulla performance v., per tutti, R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in *Yale J. Reg.*, 2001, 174 ss.

⁽¹⁴⁵⁾ Parla di doveri *nell'esercizio* e *all'esercizio*, pur in termini parzialmente diversi, F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 223.

⁽¹⁴⁶⁾ Li definisce «soci *caratterizzati* più significativi» nel contesto delle società quotate, C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005, 73.

⁽¹⁴⁷⁾ Nella letteratura nordamericana si sono individuate – attraverso la rassegna della principale letteratura scientifica sul tema – diverse modalità con le quali «blockholders may govern firms»: A. DASGUPTA - V. FOS - Z. SAUTNER, *Institutional Investors and Corporate Governance*, cit., 32. Lasciando da parte quella decisamente più aggressiva che importa la promozione di un'offerta pubblica, nella parte

via della posizione che riveste in concreto ovvero per sua caratteristica soggettiva – di esercitare un «*potere di orientamento* sulle scelte della società»⁽¹⁴⁸⁾. Ai fini del riconoscimento dei doveri fiduciari, questo potere, si vedrà, non è (necessariamente) dotato di caratteri di costanza e stabilità che posson conseguire all’esser titolare di una partecipazione di controllo, né viene sempre impiegato al fine di condizionare ogni attività della società; l’obbligo fiduciario può sussistere – secondo le teorie di cui si discute – anche al solo scopo di influenzare alcune decisioni. Non è, quindi, oggetto della disamina né l’abuso del socio in danno della società e degli altri soci, né altri aspetti *patologici* della posizione del socio nell’esercizio dei suoi diritti⁽¹⁴⁹⁾; diversamente, l’esame riguarda la possibile esistenza di obblighi del socio nell’esercizio *fisiologico* dei propri diritti.

In considerazione dell’assenza di un quadro normativo europeo ovvero interno che configuri la sussistenza di detti doveri fiduciari, l’analisi sarà necessariamente volta a verificare se esistano argomenti sistematici e teleologici rispetto agli obiettivi perseguiti dall’insieme dell’ordinamento attuale attingendo, per una parte, al diritto dei mercati finanziari e, per altra, al diritto societario interno.

3.1. L’emersione del problema.

Come si è detto in principio di Sezione, il tema dei doveri fiduciari dell’investitore istituzionale nei confronti della società partecipata è stato poco considerato, per diverse ragioni. Una prima, di matrice fattuale, sta nel già citato cambiamento della compagine sociale delle *public companies*, sempre più lontana dal modello di Berle e Means⁽¹⁵⁰⁾ e

più passiva dello spettro afferente al monitoraggio gli A. riconoscono la (minaccia della) vendita del pacchetto azionario: la c.d. “governance via exit” che può importare una pressione sul *management*; una seconda modalità che, a confronto con la prima è senz’altro più “attiva”, è quella riconosciuta nei comportamenti quali «behind-the-scenes engagement, public interventions, shareholder proposals, voting on proposals, or proxy fights» (dette modalità potrebbero essere riconosciute – con i dovuti adattamenti e le necessarie integrazioni – anche nel quadro italiano).

⁽¹⁴⁸⁾ Cfr. C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*”, cit., 70.

⁽¹⁴⁹⁾ Si rimanda, per tutti, a D. PREITE, *L’“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

⁽¹⁵⁰⁾ Sullo scostamento dal modello di Berle e Means a seguito del crescente ingresso degli investitori istituzionali nei mercati finanziari, si v. l’iperbolica immagine di B.S. BLACK, *Agents watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA L. Rev.*, 1992, 811 ss., ma spec., a 813: «the

composta da un azionariato che si allontana dalle persone fisiche per avvicinarsi agli intermediari. Una seconda, sempre di matrice fattuale, è da rinvenirsi nella circostanza per la quale, per molto tempo, gli investitori istituzionali sono stati azionisti passivi⁽¹⁵¹⁾; e non ci si riferisce soltanto ai fondi c.d. “passivi”⁽¹⁵²⁾, ma soprattutto a investitori per i quali l’azione nei confronti delle società partecipata si rivela – secondo un calcolo di costi-benefici – inefficiente⁽¹⁵³⁾. In altre parole, ad una decisa crescita della partecipazione finanziaria di investitori istituzionali al capitale delle società quotate non si è accompagnata una speculare partecipazione amministrativa dei medesimi alla *governance* di dette società⁽¹⁵⁴⁾.

C’è, infine, un’ulteriore possibile ragione, di matrice teorica, che ha portato la letteratura (e il legislatore o la giurisprudenza) a non occuparsi del problema: la presunzione che quand’anche i soci istituzionali divenissero attivi, la loro azione sarebbe

dominant corporate law paradigm of the last sixty years – the Berle and Means model in which professional managers control large public companies – is under attack». V., anche, nella letteratura interna, G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, cit., 909, che spiega la tarda emersione dell’ipotetica configurabilità di doveri fiduciari in capo agli investitori istituzionali nei confronti della società partecipata (e degli altri soci) con la circostanza per la quale «storicamente gli azionisti sono sempre stati considerati “investitori passivi”, come scrivevano Berle & Means nel 1932».

⁽¹⁵¹⁾ La letteratura è varia e copiosa e – è ormai noto – il grado (e l’interesse nei confronti) dell’intervento attivo dipende per la più parte dal tipo di investitore istituzionale e dai suoi incentivi; si vedano, però, M.C. JENSEN, *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harv. Bus. Rev.*, 1989, 61 ss. e M.J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, in *Colum. L. Rev.*, 1991, 10 ss., i quali (pur in contributi ormai risalenti) attribuiscono all’eccessiva regolamentazione la causa per la scarsa attività degli istituzionali.

⁽¹⁵²⁾ Si fa riferimento agli investitori che sono, per caratteristica strutturale, legati ad un indice (da qui la definizione “fondi indicizzati”). A questi ultimi è precluso il disinvestimento da una società che faccia parte di un indice, fintantoché la società ne faccia parte. Cfr., per la distinzione tra questi e i fondi “potenzialmente attivi” alla luce della qualificazione della SHRD II, C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall’attivismo all’engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 557 ss.

⁽¹⁵³⁾ V., in particolare, R. POZEN, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1994, 140 ss., il quale afferma che poiché gli investitori istituzionali hanno un dovere fiduciario nei confronti dei loro clienti, che si esprime nel raggiungere gli obiettivi di questi, lo *shareholder activism* è loro consentito soltanto se ci sono dei benefici per i propri clienti (che si risolve in un aumento della redditività delle partecipazioni nelle società) che superino i costi. Proprio perché il risultato è raramente raggiungibile, sostiene l’A., i casi nei quali l’attivismo risponde ai doveri fiduciari degli investitori istituzionali sono pochissimi. Questo spiega perché gli investitori istituzionali siano più propensi a vendere piuttosto che a lottare (parafrasando B.S. BLACK - J.C. COFFEE jr, *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under limited regulation*, in *Michigan L. Rev.*, 1994, 1999).

⁽¹⁵⁴⁾ In questi precisi termini, v. V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, cit., 868.

necessariamente volta alla massimizzazione della redditività della società. In una prospettiva – fino a tempi recenti, dominante – a mente della quale l’interesse sociale coincide *soltanto* con la massimizzazione del profitto, l’interesse dei singoli investitori attivisti coinciderebbe, *in thesi*, con quello di tutti gli altri azionisti ⁽¹⁵⁵⁾. L’esercizio attivo dei diritti corporativi degli istituzionali non avrebbe quindi rappresentato un problema per la società e per i suoi soci.

L’attenzione della letteratura d’oltreoceano (dove il fenomeno è emerso, per le note ragioni legate alla struttura proprietaria, molto prima che in Italia ⁽¹⁵⁶⁾), a partire dagli anni ’90 del secolo scorso, si è rivolta principalmente, da una parte, a verificare che il (pur limitato ⁽¹⁵⁷⁾) fenomeno attivista degli investitori istituzionali fosse uno strumento utile per un efficace monitoraggio dell’operato degli amministratori i quali (e ancora), secondo il classico paradigma risultante dal modello di Berle e Means, non hanno sufficienti incentivi per perseguire l’interesse sociale ⁽¹⁵⁸⁾; e, dall’altra, di trovare una

⁽¹⁵⁵⁾ V., in proposito, E. SNEED, *The Stockholder May Vote as He Pleases: Theory and Fact*, in *U. Pitt. L. Rev.*, 1960, 23 ss.; cfr. Anche F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *J. L. & Econ.*, 1983, 405, ove gli A. definiscono gli interessi degli azionisti «similar if not identical».

La tesi secondo la quale tutti gli azionisti desiderano e ambiscono alla massimizzazione del profitto (senza poi specificare se a breve o lungo termine, come recentemente distinto dai legislatori e dagli studiosi) sconta il problema che il corollario che ne discende, sia stato (almeno in parte) sconfessato. Ammesso, infatti, che alcuni azionisti abbiano a cuore soltanto la massimizzazione del profitto della società, della quale attendono (im)pazienti il ritorno dell’utile, per altri l’interesse principale può essere, ad esempio, quello dell’investimento etico e sostenibile; se non altro perché è ormai noto che gli azionisti non possono essere trattati alla stregua di una categoria unitaria. E ciò nemmeno se si prendono in considerazione delle “categorie” come quelle degli investitori istituzionali, all’interno delle quali vi sono moltissimi *tipi* distinti, che hanno, nei confronti dei propri clienti obblighi di natura diversa (e, quindi, strategie di investimento e di *engagement* assai distanti tra di loro). V., in proposito, D.J.H. GREENWOOD, *Fictional Shareholders: for Whom Are the Corporate Managers Trustees, Revisited*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1996, 1021, per il quale la *fictional category* degli azionisti di società non risponde affatto al dato reale, nel quale si possono agilmente individuare differenti soggetti, portatori di esigenze e interessi distinti. V., altresì, la tesi di A. STABILINI - F. DENOZZA, *Principals vs Principals: The Twilight of the “Agency Theory”*, in *The Italian L. J.*, 2017, 511 ss., i quali ritengono che la teoria dell’*agency* offra una visione ridotta e semplicistica dei problemi che il diritto delle società pone, dacché, basandosi su postulati errati quali l’uniformità di interesse dei *principals*, ignora i fenomeni reali. E in particolare, ribaltando le giustapposizioni di categoria dell’*agency*, rinvencono proprio all’interno di una stessa categoria un conflitto tra interessi (anche contrapposti).

⁽¹⁵⁶⁾ V., tra gli altri, M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in *ECFR*, 2013, 328 ss.

⁽¹⁵⁷⁾ Descrive l’«institutional shareholder activism», all’inizio degli anni ’90, «uneven, episodic and trendy» E.B. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, cit., 451.

⁽¹⁵⁸⁾ V., in proposito, R.J. GILSON - R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stan. L. Rev.*, 1991, 863, i quali descrivono come l’investitore istituzionale sia stato visto come un azionista che, per via del proprio asserito interesse al breve periodo, non dev’essere

soluzione al problema, conseguente e speculare al primo, di *quis custodiet ipsos custodes* ⁽¹⁵⁹⁾).

Il capovolgimento del paradigma dell'investitore istituzionale passivo, attraverso i comportamenti partecipativi di alcuni investitori istituzionali ⁽¹⁶⁰⁾ – e della conseguente loro capacità di incidere sull'andamento della società partecipata –, ha portato a interrogarsi circa la possibile configurabilità di doveri gravanti su di questi nei confronti della società partecipata e degli altri soci (sui quali, anche, ricadono gli effetti delle attività da questi poste in essere).

considerato tanto quanto un «real shareholder». V., anche J.C. COFFEE jr, *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Col. L. Rev.*, 1991, 1283, che efficacemente descrive due contrapposte visioni degli investitori istituzionali: da un lato, i ciechi sostenitori degli stessi li dipingono come Prometeo incatenato ad una roccia di regolamentazione utile soltanto a stabilizzare la posizione degli amministratori e, dall'altra, i feroci oppositori che li considerano dei «frenzied gamblers in a financial casino, each competing to outdo the other in short-term performance».

⁽¹⁵⁹⁾ Sottolinea come il tema sia stato sufficientemente negletto dalla letteratura J.C. COFFEE jr, *Liquidity versus Control*, cit., 1283, spec. nt. 21, dove afferma che sebbene i sostenitori dell'attivismo degli istituzionali abbiano analizzato estensivamente il potenziale di detti soggetti nel monitorare gli amministratori, il tema dell'*accountability* degli istituzionali sia stato completamente ignorato. Sebbene il problema di chi custodisca i custodi sia senza tempo, afferma l'Autore, questo si complica quando il custode è investitore istituzionale. E infatti non soltanto gli stessi problemi di agenzia che emergono dal rapporto tra azionisti e amministratori possono riscontrarsi anche nei rapporti che fanno capo agli investitori istituzionali, ma ci sono ragioni persuasive per ritenere che alcuni investitori istituzionali siano meno *accountable* ai loro clienti rispetto a quanto lo siano gli amministratori con i loro azionisti. Evidenziano il “doppio” *agency problem* del nuovo capitalismo finanziario R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., 874 ss., ma spec. 876 dove definiscono l'«agency capitalism» come quel fenomeno in cui «the beneficial owners of U.S. equity confront two agency relationships: between the portfolio company management and the institutional record holder and then between the record holder and the beneficial owner».

⁽¹⁶⁰⁾ Non è possibile dare qui contezza dell'evoluzione storica dell'attivismo degli investitori istituzionali, né della vastissima letteratura che ne è conseguita. Si vedano, però, con riferimento all'evoluzione del fenomeno negli Stati Uniti: S.L. GILLAN - L.T. STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *J. of Applied Corp. Fin.*, 2007, 55 ss.

È quindi con la comparsa dell'attivismo di gestori di fondi di investimento alternativi (soprattutto *hedge funds* ⁽¹⁶¹⁾) nei primi anni 2000 ⁽¹⁶²⁾ che la letteratura ha cominciato a domandarsi se debbano prefigurarsi in capo agli investitori istituzionali alcuni obblighi nei confronti degli altri soci e della società partecipata. E ciò perché, se per gli investitori istituzionali diversi dai fondi *hedge*, per i quali sono previste regole che impongono la diversificazione del portafoglio ovvero, in generale, la partecipazione attiva risulta troppo costosa e strutturalmente esclusa dal programma di gestione, l'attivismo è definibile come la volontà di adoperare un cambiamento nello *status quo* ⁽¹⁶³⁾ della partecipata mediante lo strumento della *voice*, senza, però, un cambio nel

⁽¹⁶¹⁾ Anche sugli *Hedge Funds* attivisti la letteratura giuridica è indeterminabile. Ci si limiterà a notare che J.R. MACEY, *Corporate Governance: Promises kept, Promises broken*, Princeton, 2008, 241 afferma che «Hedge funds and private equity funds are the newest big thing in corporate governance and are likely to remain an important and controversial feature of the financial and legal landscape for some time to come. And they are for real». V., altresì B.R. CHEFFINS - J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, University of Cambridge Legal Studies Research Paper Series no. 38, 2011, 1 ss., che descrivono anche la reazione della stampa economica all'attivismo degli *Hedge Funds*. Per una disamina dell'attivismo degli *Hedge Funds*, v. M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. Penn. L. Rev.*, 2007, 1021 ss.; v. anche, più di recente, con lo sguardo sulle società a proprietà controllata, M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure*, cit., 328 ss.; M. EREDE - G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term*, cit., 941-944; K. KASTIEL, *Against all Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, in *Col. Bus. Law. Rev.*, 2016, 101 ss.; in senso critico del fenomeno v., R.B. THOMPSON, *The Limits of Hedge Fund Activism*, Working Paper Vanderbilt University, 2006, 1 ss.

⁽¹⁶²⁾ Cfr. B.R. CHEFFINS - J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, cit., 63, i quali tracciano la massiva presenza dell'attivismo solo agli inizi degli anni 2000. V., sul tema, anche F. PARTNOY, *US hedge fund activism*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di J.G. Hill - R.S. Thomas, Cheltenham - Northampton, 2015, 99, il quale ammette che «since 2006, scholarship on hedge fund activism has grown from virtually non-existent to mainstream», ma che il fenomeno, sia da rintracciarsi alla fine degli anni '90. V., infatti, l'indagine empirica basata sulla presentazione delle comunicazioni ai sensi della Section 13(d) del Securities Exchange Act (anche "SEA"), che prevede l'obbligo di comunicare le intenzioni che, nell'ordinamento statunitense, è riservato agli investitori attivi che arrivino a detenere una partecipazione rilevante: A. BRAV - W. JIANG - H. KIM, *Recent Advances in Research on Hedge Fund Activism: Value Creation and Identification*, in *Annual Rev. Fin. Ec.*, 2015, 579 ss. V., sempre rispetto alle comunicazioni ai sensi della Section 13(d) SEA, A. KLEIN - E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in *J. Fin.*, 2009, 187 ss.

Per la rilevanza della dichiarazione delle intenzioni mediante la Section 13(d) SEA in prospettiva comparata rispetto alla disciplina "anti-scorrerie" di cui all'art. 120, co. 4-bis, T.u.f., v. G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. soc.*, 2018, 192-195.

⁽¹⁶³⁾ Gli investitori non attivisti non mirano, infatti, a modificare strutturalmente l'assetto della società che partecipano, essi partecipano solo eventualmente e soltanto se la partecipazione in assemblea risulti conveniente e meno costosa di un'*exit*.

controllo ⁽¹⁶⁴⁾, diverso e più aggressivo è l'attivismo dei fondi *hedge* (anche, e per questo, definito *entrepreneurial* ⁽¹⁶⁵⁾). Quest'ultimo si fonda, infatti su di una scommessa che il cambiamento apportato alla società – nella quale il fondo detiene una partecipazione non legalmente limitata – importi un significativo innalzamento del valore delle azioni della stessa, così realizzando un profitto nell'investimento. Se è vero che l'attivismo da parte di qualsiasi socio (istituzionale o meno) può essere descritto come l'esercizio dei diritti (normalmente spettanti alle minoranze) con il fine di accrescere il valore delle azioni ⁽¹⁶⁶⁾, l'attivismo degli istituzionali necessariamente vincolati ad una partecipazione di minoranza si qualifica più che altro un attivismo *reattivo*, che si attiva nell'evento in cui la società partecipata – scelta sulla base delle caratteristiche che il disegno di investimento concordato con il proprio cliente richiede – presenti delle carenze in materia di governo dell'impresa o possa, più in generale, beneficiare di un attivo esercizio dei diritti sociali da parte di un socio qualificato. Quello dei fondi *hedge* risulta invece essere di tipo *propulsivo*: la scelta della società nella quale acquistare la partecipazione avviene in funzione del previsto cambiamento che s'intende operare nella medesima ⁽¹⁶⁷⁾.

3.1.1. (Segue) La riduzione dello stesso al dovere fiduciario del socio di minoranza investitore istituzionale: critica.

Il problema dei doveri fiduciari nei confronti della società partecipata è stato ricondotto, tanto nella letteratura interna, quanto in quella nordamericana, alla configurabilità di doveri fiduciari in capo ai soci di minoranza. Le ragioni di detta

⁽¹⁶⁴⁾ Parafrasando la celebre definizione di S.L. GILLAN - L.T. STARKS, *A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence*, in *Cont. Fin. D.*, 1998, 11.

⁽¹⁶⁵⁾ A. KLEIN - E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism*, cit., 187, i quali definiscono l'«entrepreneurial activist» come quell'investitore «who buys a large stake in a publicly held corporation with the intention to bring about change and thereby realize a profit on the investment».

⁽¹⁶⁶⁾ Così testualmente, C.K. LOW, *A Road Map for Corporate Governance in East Asia*, in *Nw. J. Int'l. Bus. L.*, 2004, 186, il quale però aggiunge, alla massimizzazione del valore delle azioni, la realizzazione della stessa nel lungo termine (sulla quale si avrà modo di tornare nel corso del lavoro).

⁽¹⁶⁷⁾ Definiscono l'attivismo dei fondi *hedge* strategico ed *ex ante*, mentre quello dei fondi mutualistici e pensionistici incidentale ed *ex post*, M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, cit., 1069. Distinguono in attivismo *difensivo* e *offensivo* da attribuirsi, rispettivamente, agli investitori (non *hedge*) ai fondi *hedge*, B.R. CHEFFINS - J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, cit., 7 ss.

riconduzione sono parzialmente coincidenti nei diversi ordinamenti, fatta eccezione per gli argomenti di natura regolamentare, che (come è evidente) riguardano il singolo ordinamento. Si tratterà in primo luogo l'argomento di natura regolamentare e in seguito quello di ordine sistematico al fine di dimostrare che l'indagine in ordine alla configurabilità di tali doveri nel nostro ordinamento non può avere ad oggetto la sola figura del socio di minoranza, ma deve riguardare, per converso, il socio (istituzionale) in quanto tale (prendendo in considerazione, quindi, anche il socio di maggioranza).

È stato affermato che gli investitori istituzionali si trovano in una «*necessaria* condizione di soci di minoranza *qualificata*»⁽¹⁶⁸⁾ per via delle regole che impediscono ai medesimi di assumere partecipazioni di controllo in società quotate. Dette regole non sono, tuttavia (come viene per vero parzialmente riconosciuto⁽¹⁶⁹⁾), applicabili a tutti gli investitori istituzionali, bensì solo ad alcuni. La distinzione più comune, inerente alla possibilità di acquisire una partecipazione di controllo in una società quotata è, in effetti, una distinzione per *soggetti operanti*: i fondi speculativi non sono tenuti ad adottare limiti di diversificazione di impieghi, mentre tutti gli altri vi sono tenuti.

Ad uno sguardo più attento, però, la distinzione che rileva al fine di distinguere i soggetti che possono detenere partecipazioni di controllo da quelli che non possono, nell'attuale quadro normativo interno, riguarda i *soggetti destinatari* del servizio di gestione collettiva: la distinzione, cioè, tra gli istituzionali che raccolgono il risparmio da investitori c.d. *retail*, e chi lo raccoglie da investitori professionali.

I fondi comuni di investimento aperti armonizzati (per brevità, anche “fondi UCITS”), infatti, che raccolgono il risparmio tra il *pubblico* attraverso l'emissione di valori mobiliari, per poi trasmettere il detto risparmio ad altri operatori del mercato finanziario, debbono gestire i valori mobiliari secondo tecniche di diversificazione degli

⁽¹⁶⁸⁾ F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 204; si occupa soltanto degli investitori istituzionali nella qualità di soci di minoranza A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1798. V., nella vigenza della disciplina previgente la AIFMD, R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 317, il quale fa conseguire al principio di separatezza tra il fondo e la società partecipata la condizione «necessariamente di minoranza, non di controllo» degli investitori istituzionali; li considera azionisti «necessariamente di minoranza» C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*”, cit., 127, pur nella vigenza della disciplina previgente l'AIFMD.

⁽¹⁶⁹⁾ Cfr. F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 204, il quale ricorda l'eccezione dei fondi chiusi (limitatamente alle società non quotate) e i fondi speculativi; A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1798, spec. nt. 58, ammette la possibilità che vi siano investitori istituzionali che detengano partecipazioni di controllo; entrambi gli Autori esaminano, però, la questione dei doveri fiduciari dal punto di vista del socio di minoranza.

impieghi ⁽¹⁷⁰⁾. Le ragioni della scelta del legislatore italiano (e anche europeo) sono ben note e sorgono dalla consapevolezza – già viva nei primi anni '80 del secolo scorso – che non è più sufficiente delegare la tutela del risparmiatore (*retail*) «esclusivamente alla trasparenza» ⁽¹⁷¹⁾ rendendosi necessaria – come postula la c.d. *modern portfolio theory* ⁽¹⁷²⁾ – la diversificazione del portafoglio dell'investitore al fine di minimizzare le conseguenze negative dell'andamento di una singola società partecipata. Ne discende che i soggetti che investono professionalmente per conto di investitori *retail* soggiacciono al regime che impone un limite agli investimenti nello stesso emittente ⁽¹⁷³⁾.

⁽¹⁷⁰⁾ R. COSTI, *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in *Banca borsa*, 1984, I, 274. Stante il principio di separazione tra il fondo e la società i valori mobiliari della quale sono stati acquistati, il fondo è tenuto a diversificare gli impieghi e, con essi, i rischi: v., sul punto S. ALVARO - F. ANNUNZIATA, *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, Quaderno giuridico Consob n. 17/2018, disponibile sul sito *internet* dell'Autorità, 16.

⁽¹⁷¹⁾ V., in particolare, *retro*, par. 2. In aggiunta, si consideri che in questo senso si è espresso in occasione dell'istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento, con l. 23 marzo 1983, n. 77, R. COSTI, *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, cit., 275, il quale, ponendo l'accento sul fatto che ciò che è raccolto è il «“pubblico” risparmio», sottolinea che la disparità di accesso all'informazione tra il raccoglitore del risparmio e il risparmiatore non può più essere risolta con la trasparenza se si è in presenza di un'operazione di intermediazione finanziaria «ossia quando il risparmio fra il pubblico, comunque raccolto, non venga direttamente “impiegato” dall'emittente o dal “raccoglitore”, ma quest'ultimo, a sua volta, lo trasmetta ad altri operatori; quando, in altri termini, si sia in presenza di un intermediario finanziario». Aggiunge, inoltre, che è necessario un controllo sull'intermediario che sia volto a garantire un «grado di liquidità» sufficiente per garantire il corretto funzionamento del rapporto, rendendosi opportuno «un intervento sulle modalità di comportamento degli operatori». Giustifica inoltre e più in particolare, l'esigenza di porre dei limiti al possesso, con la necessità: (i) di salvaguardia della diversificazione degli investimenti; (ii) che si mantenga un grado di liquidità degli investimenti adeguato; (iii) di impedire che il fondo sia gestito dalla società di gestione in conflitto d'interesse e, cioè, con la presa di alcune scelte volte a perseguire l'interesse della partecipata piuttosto di quello dei partecipanti.

⁽¹⁷²⁾ Teorizzata, come noto, da H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *J. Fin.*, 1952, 77 ss., ma emersa nella pratica nei primi anni '70 del secolo scorso, secondo S. LYNDENBERG, *Integrating Systemic Risk into Modern Portfolio Theory and Practice*, in *J. App. Corp. Fin.*, 2016, 56. Dello stesso avviso anche C.S. WEIGL, *Prudent Investor Rule and Modern Portfolio Theory*, in *Tr. & Pensions J.*, 2014, 151 ss., la quale estensivamente illustra i diversi postulati della teoria.

⁽¹⁷³⁾ Cfr., in proposito, l'art. 51 della Direttiva UCITS, recante «una società di gestione o di investimento utilizza una procedura di gestione dei rischi che le consenta di controllare e di valutare in ogni momento il rischio delle posizioni e il contributo di questo al profilo di rischio generale del portafoglio» e i limiti dettati dall'art. 52. In Italia, detti limiti sono precisati dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia, da ultimo modificato il 23 dicembre 2021 (di seguito “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”), Titolo V, Cap. III, Sez. II, par. 3.1., rubricato «limiti agli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso emittente», che prevede che un OICVM non possa investire più del 5 per cento del totale delle attività negli strumenti finanziari *di uno stesso emittente*.

In aggiunta, con riferimento ai gestori di Oicvm sono previsti limiti alla detenzione di diritti di voto (Titolo V, Cap. III, Sez. II, par. 6.1.).

V., in letteratura, S. ALVARO - F. ANNUNZIATA, *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, cit., 15 ss.; M. CAPPABIANCA, *La regolamentazione prudenziale degli*

Viceversa, per i soli FIA che *sono riservati* agli investitori professionali ⁽¹⁷⁴⁾ detti limiti non sono disposti ⁽¹⁷⁵⁾: detti fondi, in effetti, ben potrebbero essere azionisti di maggioranza degli emittenti (pur nel limitato spazio che la scarsa contendibilità delle società quotate italiane loro consente) ⁽¹⁷⁶⁾.

La considerazione che ne deriva è che se vi sono ragioni regolamentari che impediscono agli istituzionali di risultare soci di maggioranza in società quotate, dette ragioni valgono soltanto se gli istituzionali prestano il servizio nei confronti del pubblico risparmio. Se questo è vero, occorre allora rilevare che la distinzione rispetto ai *soggetti operanti* rileva non tanto se la prospettiva dell'indagine riguarda la società partecipata (e gli effetti sulla *governance*) bensì, piuttosto, se la prospettiva concerne la tutela del risparmio *retail*. In sostanza, se l'analisi ha ad oggetto il rapporto tra la società partecipata

organismi di investimento collettivo del risparmio, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 458 s.

Il legislatore italiano ha adottato un limite più elevato rispetto a quello previsto per i fondi d'investimento armonizzati anche per i fondi di investimento alternativo (FIA) *non riservati*, avvalendosi della possibilità, ammessa dalla AIFMD, secondo la quale (art. 43) gli Stati membri possono consentire ai gestori di commercializzare quote di fondi anche a investitori al dettaglio (la distinzione, ai sensi della AIFMD è infatti tra "investitori professionali" e "investitori al dettaglio") imponendo «prescrizioni più rigorose» rispetto a quelle applicabili ai fondi commercializzati presso investitori professionali. Sul punto, v. V. COLANTUONI, *La commercializzazione di quote o azioni di Fia*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 604-606). Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, cit., Titolo V, Cap. III, Sez. III, par. 1, stabilisce il limite del 15 per cento.

⁽¹⁷⁴⁾ Si consideri, però, che vi è un'eccezione all'investimento da parte di investitori professionali in FIA riservati: ai sensi dell'art. 14, co. 2, Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, 5 marzo 2015, n. 30, attuativo dell'art. 39 del T.u.f., che prescrive che «il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato può prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali. In tal caso, gli investitori non professionali sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro»; possono anche, in alcuni casi previsti, investire enti pubblici che non hanno le caratteristiche per essere classificati come clienti professionali pubblici, nonché i componenti del consiglio di amministrazione e i dipendenti del gestore limitatamente alle quote o azioni dei FIA gestiti, sempre per un importo inferiore a cinquecentomila euro.

A seguito di una consultazione, avviata nel 2020, il 15 marzo 2022 è stato pubblicato il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 13 gennaio 2022, n. 19 recante modifiche al decreto n. 30/2015 che consente agli investitori *retail* la sottoscrizione di quote di FIA riservati con dei precisi limiti di importo e del rapporto tra l'investimento e il portafoglio finanziario del cliente. La diversificazione dell'investimento avviene in questo caso, quindi, a valle (e non a monte, da parte dell'istituzionale).

⁽¹⁷⁵⁾ Cfr., da ultimo, A. MAURO, *I fondi di investimento alternativi (FIA) tra regolazione europea, nazionale e prospettive di autodisciplina*, in *Riv. comm. int.*, 2022, 404.

⁽¹⁷⁶⁾ I dati sulla (scarsa) contendibilità delle società italiane sono forniti annualmente da Consob, ai report della quale si rinvia: *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane*, febbraio 2021, disponibile sul sito *internet* della Commissione.

e il socio istituzionale, non vi sono regole che giustificano la prospettiva di quest'ultimo come socio di minoranza. Di ciò si trova conferma anche nelle disposizioni del Testo Unico, che delegano Consob, mediante regolamento, a definire obblighi, in capo alla Sgr, relativi all'acquisizione di partecipazioni *di controllo* di un emittente ⁽¹⁷⁷⁾.

A ciò si aggiunga, inoltre, che anche sotto il (diverso) profilo delle regole di comportamento gravanti per legge sugli investitori istituzionali nel loro rapporto con la società partecipata non vi sono distinzioni con riguardo ai *soggetti operanti*. Alla diversa disciplina in materia di diversificazione di impieghi e conseguente (maggiore) tutela del *soggetto destinatario* non corrisponde un distinto regime di regole di comportamento.

Al «sostanziale allineamento tra la disciplina dei gestori di fondi UCITS e di FIA» ⁽¹⁷⁸⁾, che si risolve in una serie di regole che riguardano l'organizzazione e le procedure interne del gestore (piuttosto che la trasparenza dello stesso nei confronti del proprio cliente: modello, quest'ultimo, che avrebbe necessariamente richiesto una distinzione tra i clienti, in base alla loro capacità di monitorare il gestore), è conseguito un corpo di regole di comportamento uniforme. Le «regole di comportamento e diritto di voto», rubrica del disposto di cui all'art. 35-*decies*, T.u.f., integrano infatti una disposizione comune ⁽¹⁷⁹⁾ applicabile ai soggetti autorizzati all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio.

Da quanto appena detto si può trarre una conclusione: la qualifica dell'investitore istituzionale socio di minoranza non rileva se il punto di osservazione è la società partecipata e gli (eventuali) doveri fiduciari nei confronti di questa. La diversificazione di impieghi – unico argomento a favore della qualificazione dell'istituzionale come socio di minoranza – rileva soltanto nei confronti dei *soggetti destinatari* e non, invece, nella prospettiva della società partecipata, che può indistintamente ricevere l'investimento del soggetto che opera la diversificazione oppure no.

Poiché non è precluso, in via generale, a tutti gli istituzionali di detenere partecipazioni di controllo, il problema deve quindi porsi in termini più generali e non

⁽¹⁷⁷⁾ V., infatti, l'art. 46 T.u.f. e l'art. 28-*terdecies* del Regolamento emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (d'ora in avanti "Regolamento emittenti").

⁽¹⁷⁸⁾ Così S. ALVARO - F. ANNUNZIATA, *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, cit., 22, che riconoscono l'uniformità della disciplina anche con riferimento al conflitto d'interesse che pure risulterebbe, per i FIA riservati, «meno cogente rispetto ai fondi UCITS in quanto gli investitori professionali sono dotati di maggiori strumenti di controllo sull'operato dei gestori».

⁽¹⁷⁹⁾ Così, infatti, reca la Sezione III, del Capo I-*bis* («disciplina dei soggetti autorizzati»).

può essere affrontato dalla (limitata) prospettiva dell'investitore istituzionale socio di minoranza.

Alla medesima conclusione si perviene se si osserva la ragione di ordine sistematico che ha portato la letteratura a prendere in considerazione l'investitore istituzionale *soltanto* nella sua veste di socio di minoranza.

Questa prospettiva è nutrita (anche) da suggestioni di natura storica. Le prerogative – in aggiunta rispetto a quelle che erano già previste dal Codice civile – introdotte dal T.u.f. ⁽¹⁸⁰⁾, in capo ai soci detentori di una percentuale del capitale qualificata, hanno immediatamente provocato una discussione in ordine al *tipo* di socio al quale queste fossero indirizzate ⁽¹⁸¹⁾. Poiché, si commentava, la quota di capitale riservata ai soci abilitati a esercitare taluni diritti è significativa, «è ovvia l'osservazione che si tratta di quote del tutto improbabili per il singolo risparmiatore» essendo, però – per le note ragioni di risorse disponibili e capacità organizzative – quote «possibili, probabili, comunque naturali per investitori istituzionali» ⁽¹⁸²⁾. Perciò – si è detto – è proprio nei confronti degli investitori istituzionali che tali prerogative erano dirette ⁽¹⁸³⁾. L'investitore

⁽¹⁸⁰⁾ Cfr. M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 437.

⁽¹⁸¹⁾ Naturalmente, viene rilevato «il Tuf non distingue (né potrebbe distinguere, una volta dettato il principio di parità di trattamento di cui all'art. 92) tra diversi tipi reali di soci» anche se «pare che, nel prevedere tali speciali diritti di quota, il legislatore storico abbia inteso riconoscere un particolare ruolo agli investitori professionali e istituzionali»: così, M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 437.

⁽¹⁸²⁾ P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, cit., 198.

⁽¹⁸³⁾ Le ragioni per le quali gli investitori istituzionali sono stati riconosciuti come i soggetti cui destinare le prerogative dei soci di minoranza qualificate sono ben note e si sostanziano essenzialmente nel fatto che detti soggetti abbiano le «competenze e gli interessi economici per esercitare attivamente tali speciali *Minderheitsrechte*»: così, M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 438. Con riferimento, invece alla considerazione per la quale i diritti delle minoranze qualificate erano, nella mente del legislatore storico, destinati ad essere impiegati dagli investitori istituzionali, v. ID., *ivi*, spec. nt. 3 ove ulteriori riferimenti bibliografici; M. BIANCHI - M.C. CORRADI - L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *BIS*, 2002, 397, i quali affermano, con riferimento alla riforma del diritto delle società quotate attuata mediante il T.u.f., che «l'idea sottostante a queste nuove regole del governo societario consisteva nella previsione che gli investitori istituzionali avrebbero fatto uso di tali poteri, se necessario, nel corso della loro attività di monitoraggio delle società quotate. Sarebbe seguita una riduzione degli *agency costs* scaturenti dalla separazione tra proprietà e controllo nelle società quotate, con effetti benefici per gli interessi degli azionisti e dell'economia italiana nel suo complesso». Nel medesimo senso anche A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli - V. Buonocore - F. Corsi - R. Costi - P. Ferro-Luzzi - A. Gambino - P.G. Jaeger - A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 136 s., il quale attribuisce all'intenzione di coinvolgere attivamente gli investitori istituzionali nella vita delle società l'intero *corpus* normativo afferente i diritti delle minoranze del T.u.f.

istituzionale, in una visione storicizzata del Testo Unico, è sempre stato un socio di minoranza.

La suggestione storica giustifica l'argomento di ordine sistematico stante il quale poiché la configurabilità in capo al socio di controllo di doveri fiduciari nei confronti della società partecipata e degli altri soci sarebbe «pacific[a]»⁽¹⁸⁴⁾, «il problema sorge (...) nel caso in cui si voglia estendere dei doveri fiduciari anche ad un socio (non di controllo) di una società quotata che si caratterizza a fronte della sua natura professionale e per la sua propensione all'attivismo»⁽¹⁸⁵⁾. Se è vero che l'esistenza di obblighi fiduciari in capo al socio (di minoranza) investitore istituzionale è argomento di nuova emersione, così non può dirsi della stessa in capo al socio di maggioranza⁽¹⁸⁶⁾, per il quale la giurisprudenza d'oltreoceano ha teorizzato l'esigenza di far gravare i medesimi doveri fiduciari che incombono sugli amministratori nell'evento in cui il socio di maggioranza si comporti come un amministratore⁽¹⁸⁷⁾. Più complessa è – anche nella giurisprudenza

⁽¹⁸⁴⁾ A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1795, che pur precisa che sia pacifica la detta configurabilità laddove il socio di controllo si comportasse come un amministratore, ingerendosi indebitamente nella gestione societaria.

⁽¹⁸⁵⁾ A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1795, spec. nt. 47 ove ulteriori riferimenti anche alla letteratura statunitense nella quale si ammettono *fiduciary duties* nei confronti del socio di controllo.

⁽¹⁸⁶⁾ V., in proposito, la ricostruzione di M. STELLA RICHTER jr, “*Trasferimento del controllo*” e *rapporti tra soci*, Milano, 1996, 274 ss., il quale, nell'indagare l'esistenza di un obbligo fiduciario gravante sul socio di controllo in caso di trasferimento del medesimo, riconosce che esistano degli obblighi fiduciari che non gravano su tutti i soci (non essendo possibile ricollegare detti obblighi al mero *status* di socio), bensì soltanto su quelli che si trovino in una situazione di potere. La responsabilità che grava su questi non deriva (né aumenta) soltanto in relazione al maggiore rischio per via della maggiore proporzione di capitale sottoscritto, ma anche dalle azioni (ovvero omissioni) «da cui potrebbe derivare danno alla società tutta o alla collettività dei soci» (276). V., inoltre, con riferimento alla responsabilità deliberativa, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004, 109-158.

⁽¹⁸⁷⁾ Cfr. H.S. BIRKMOSE - F. MÖSLEIN, *Mapping Shareholders' Duties*, in *Shareholders' Duties*, a cura di H.S. Birkmose, Netherlands, 2017, 20, per i quali gli obblighi dei soci variano molto a seconda degli obiettivi dei medesimi. E così, per ovvie ragioni, sostengono gli A., i doveri che gravano sugli azionisti che agiscono come amministratori e s'ingeriscono nella gestione appaiono giustificabili rispetto a dei doveri che gravassero su azionisti che sono meri investitori e non abbiano ambizioni imprenditoriali. Ove, quindi, gli azionisti abbiano un impatto e possano influenzare l'andamento della società, occorre che su questi siano imposti degli obblighi, principalmente per il fatto che l'operato di questi può avere un impatto sulle posizioni di tutti i soci, compresi quelli che sono soltanto investitori. Pertanto, se ci sono azionisti che esercitano di fatto poteri normalmente gravanti sugli amministratori, si applicheranno loro i medesimi doveri, e cioè quelli di *loyalty* e *care* (in un ordine di idee, invero, nient'affatto distante dall'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale interna in materia di amministrazione di fatto, sulla quale v. *infra* nt. 195).

L'elaborazione giurisprudenziale statunitense è assolutamente univoca nell'attribuire ai «controlling shareholders» i *fiduciary duties* che gravano normalmente sugli amministratori qualora i primi abbiano il potere di influenzare, in modo significativo, le sorti della società. V., ad esempio, Zahn vs. Transamerica Corporation, 162 F.2d 36, 1947, in W.L. CARY - M.A. EISENBERG, *Cases and Materials*⁵, Mineola – N.Y.

d'oltreoceano – la teoria dei doveri del socio (di maggioranza) qualora questi non si sostituiscano, di fatto, all'amministratore⁽¹⁸⁸⁾.

Anche la letteratura interna – in mancanza di previsioni normative che così dispongano – ha attribuito alcuni doveri fiduciari al socio di maggioranza, per l'essere,

1980, 613 ss. (i quali elaborano un'ampia rassegna dei casi più significativi), nel quale viene affermato che intercorre «upon the directors of a corporation or upon those who are in charge of its affairs by virtue of majority stock ownership or otherwise» la medesima relazione fiduciaria. Nella decisione viene citata la sentenza, assai più risalente, ma granitica, *Southern Pacific Co. V. Bogert*, nella quale era stato stabilito che «the majority has the right to control; but when it does so, it occupies a fiduciary relation toward the minority, as much so as the corporation itself or its officers and directors». V. anche, in proposito, A.M. LIPTON, *The Three Faces of Control*, in *The Bus. Law.*, 2022, 801 ss., la quale passa in rassegna la giurisprudenza del Delaware che assegna al socio di controllo un dovere fiduciario nei confronti della società.

Cfr., però, anche I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in *Stan. L. Rev.*, 2008, 1267 ss., le quali sottolineano, per un verso che esistono nella legge del Delaware disposizioni che indirizzano il conflitto d'interesse degli amministratori mentre sono del tutto assenti quelle riferite al conflitto dei soci; per un altro verso che la giurisprudenza dei doveri fiduciari degli azionisti (di controllo) è limitata a due casi specifici: i c.d. *freezouts*, nei quali i soci di minoranza sono costretti a vendere le proprie partecipazioni al socio di maggioranza; le società chiuse. In queste, affermano le Autrici, gli azionisti sono meno e, pertanto, più coinvolti nella gestione della società; inoltre, e più in generale, nelle società chiuse vi sono molteplici strumenti che il socio di controllo può utilizzare al fine di danneggiare il socio di minoranza che, per via del mercato meno liquido, ha più difficoltà a vendere la propria partecipazione ed è più portato a interessarsi alle vicende della società.

Sulla teoria delle due Autrici, v. anche S. YOUNG HONG, *Curb Your Enthusiasm: the Rise of Hedge Fund Activist Shareholders and the Duty of Loyalty*, in *Fordham J. of Corp. & Fin. L.*, 2018, 193 ss., ma spec. 214, che restringe parzialmente l'ambito di applicazione del dovere nei confronti delle partecipate a circostanze più gravi.

⁽¹⁸⁸⁾ Afferma infatti R.S. KARMEL, *Should a Duty to the Corporation be Imposed on Institutional Shareholders?*, in *Bus. Law.* 2004, 2, spec. nt. 8, che «controlling shareholders owe fiduciary duties to minority shareholders, although the theoretical basis for this exception is not entirely clear». V., sul punto, anche P.J. DALLEY, *The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties*, in *Hofstra L. Rev.*, 2004, 175 ss., per la quale, nonostante sia ammessa dalla maggior parte della letteratura e dalla giurisprudenza nordamericana, la configurabilità di doveri fiduciari in capo agli azionisti di controllo, «such a fiduciary duty violates basic principles of American law». L'A., afferma, infatti, che l'imposizione di siffatti doveri sia contraria alla *Contract Law*, nella quale si applicano *default rules* soltanto ove manchi un accordo contrattuale; nel contesto delle società, l'investimento avviene – secondo l'Autrice – a fronte dell'accettazione, di tutte le parti, di un «clear set of default rules», delle quali fa parte quella che «stockholders do not owe fiduciary duties to each other or to the corporation», non essendoci quindi spazio per le Corti, per applicare delle *default rules*. L'esistenza di doveri è contraria anche alla *Corporate Law*, la cui premessa di fondo è che gli azionisti hanno diritto, in quanto proprietari di un bene, di proteggere i propri interessi. Più di recente – seppur incidentalmente – l'inesistenza di un principio “generale” nei confronti della società da parte degli azionisti è stato negato da J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, in *J. of Corporation L.*, 2022, 627 ss., ma spec. 666 s., secondo il quale non soltanto un dovere di «exercise corporate governance rights only in a way that would maximize own-firm shareholder interests» non esiste per un socio non controllante, ma non esiste neppure per un socio di controllo, ad eccezione dei casi di «frank self-dealing».

questi, in grado – mediante l’esercizio dei diritti corporativi – di «influire sugli interessi dei terzi» ⁽¹⁸⁹⁾.

Ebbene, in merito a quanto brevemente tratteggiato non può non rilevarsi che – pur senza voler prendere compiutamente posizione in merito alla questione astratta – vi sono due argomenti che impongono che la questione dei doveri fiduciari nei confronti della società da parte del socio sia affrontata *a prescindere* dalla partecipazione che questi detenga nella stessa.

In primo luogo – che parrebbe peraltro sufficiente – se si ipotizza che in capo ai soci gravino doveri fiduciari per l’esser questi, mediante l’esercizio del loro voto (ovvero per altre attività *extra*-istituzionali), capaci di “orientare” e incidere su temi che riguardano la collettività dei soci, non sembra potersi escludere che gli investitori istituzionali siano in grado di operare in questo senso anche con partecipazioni non di controllo ⁽¹⁹⁰⁾. Sono infatti ben note le capacità persuasive – anche in termini reputazionali per la società – degli investitori istituzionali anche a prescindere dalla detenzione di una partecipazione qualificata ⁽¹⁹¹⁾.

Ridurre, quindi, il tema, alla – difficile – configurabilità dei doveri fiduciari in capo al socio di minoranza non consentirebbe di raggiungere conclusioni soddisfacenti per via, anzitutto, del fatto che il problema poggia su presupposti diversi.

Un secondo argomento discende dalle soluzioni che sono state date rispetto alla configurabilità, dalla nostra letteratura ⁽¹⁹²⁾, del dovere fiduciario del socio di minoranza

⁽¹⁸⁹⁾ M. STELLA RICHTER *jr*, “*Trasferimento del controllo*”, cit., 277, il quale – pur nella (diversa) indagine riguardante il trasferimento del controllo – giustifica così il ricorso alla figura dei doveri fiduciari i quali, ricorda l’A., nei sistemi di *common law* sono legati ad istituti nei quali un soggetto «sia preposto alla cura di un interesse altrui». Nel senso di attribuire una responsabilità deliberativa al socio (di maggioranza), v., per tutti, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., *passim*.

⁽¹⁹⁰⁾ M. STELLA RICHTER *jr*, “*Trasferimento del controllo*”, cit., 283 s. ammette che i doveri fiduciari, naturalmente incentrati sul socio di controllo, non debbano esser limitati a questi: «l’interesse al perseguimento e alla tutela di uno scopo “sociale” può imporre il riconoscimento di ulteriori obblighi anche in capo a chi, pur non essendo il socio di maggioranza ed anzi contrapponendosi a questi, sia in grado di esercitare, in particolari circostanze della vita della società, un potere “significativo” per le sorti della società stessa». Ipotizza, a questo fine, casi «in cui una minoranza qualificata, un solo azionista (per il solo fatto di essere socio) (...) abbiano un potere, che deriva loro dalle regole organizzative della società che, se abusato, possa comportare grave detrimento dell’interesse della società (ovvero della maggioranza degli altri soci)», concludendo per riconoscere anche al portatore di un potere sociale un obbligo fiduciario.

⁽¹⁹¹⁾ V., ad esempio, la ricostruzione operata da A. DASGUPTA - V. FOS - Z. SAUTNER, *retro*, nt. 140.

⁽¹⁹²⁾ La tesi è di A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1799.

investitore istituzionale nei confronti della società partecipata. Si è detto, sul punto – e volendo offrire solamente una sintesi per ciò che qui rileva – che non vi sarebbero i presupposti perché si configuri una relazione fiduciaria tra investitori istituzionali soci di minoranza e terzi (che siano gli altri soci ovvero la società). E ciò per via del fatto che l'istituzionale non esercita un potere discrezionale nei confronti delle risorse dei terzi (mancando, quindi, del tutto l'affidamento fiduciario di beni e interessi ad altro soggetto).

Si discuterà del tema più oltre: basti, però, rilevare che questi problemi vi sarebbero anche rispetto ad un socio di maggioranza. Le del tutto assenti «deleg[he] di poteri»⁽¹⁹³⁾ non intercorrono né tra il socio di minoranza e la società – come è stato detto – ma neppure tra un socio di maggioranza e la società partecipata o i soggetti terzi.

Si consideri, infine, che le teorie sui doveri fiduciari degli istituzionali nei confronti della partecipata nascono soprattutto con l'intento di frenare l'attivismo propulsivo e aggressivo di quegli investitori istituzionali che, come si è visto, non hanno vincoli nella detenzione di partecipazioni in emittenti. L'analisi limitata al solo socio di minoranza non recherebbe vantaggio neppure in questa prospettiva.

3.2. Le teorie sui doveri fiduciari degli investitori istituzionali (attivisti) nei confronti della società partecipata.

Assunto che non si rinvergono ragioni normative né sistematiche per adottare la (limitata) prospettiva dei doveri del socio di minoranza, par giustificato ammettere che se questi fossero configurabili, lo sarebbero – in astratto – per qualsiasi socio.

Passando al merito delle premesse fattuali ricavabili dalle teorie che ne ammettono l'esistenza, sembra che sia un particolare comportamento (*rectius*: la *possibilità* di comportarsi in un modo determinato) ad importare che sugli stessi si prefiguri un dovere nei confronti della società. Detto comportamento non si sostanzierebbe in un'ingerenza nella gestione al punto da sostituirsi, nei fatti, agli amministratori: questo tema non fa parte, quindi, della presente analisi. E ciò nonostante la giurisprudenza americana impieghi il concetto “elastico” di dovere fiduciario al fine di qualificare la responsabilità

⁽¹⁹³⁾ Cfr. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1799, per la quale il principale ostacolo al riconoscimento dei doveri fiduciari in capo agli investitori istituzionali (azionisti di minoranza) sta nella mancanza di una «delega di poteri tra investitore istituzionale e soggetti terzi».

del socio che s'ingerisca (e sostituisca) agli amministratori – assumendo, per l'effetto, i doveri su di essi incombenti – ⁽¹⁹⁴⁾; sono proprio questi i casi, decisi dalle Corti nordamericane, che hanno consentito di attribuire doveri fiduciari ai soci (di maggioranza) e che hanno, per l'effetto, permesso alla letteratura che si è occupata dei doveri fiduciari in capo agli istituzionali, di escludere dal proprio campo d'indagine il dovere fiduciario in capo al socio di maggioranza. Non par necessario affrontare l'analisi da questa prospettiva per un duplice ordine di ragioni: da un lato, perché l'ordinamento interno conosce già uno strumento atto a regolare queste situazioni abusive ⁽¹⁹⁵⁾; dall'altro lato, perché la letteratura che qui si richiama configura obblighi in capo ai soci che siano in grado di influenzare gli andamenti della società partecipata, senza tuttavia ingerirsi nella gestione della società (iniziativa che si fonda su presupposti ben diversi).

Se nel contesto del *common law*, come noto, i doveri fiduciari si snodano secondo il binario del dovere di lealtà e del dovere di cura (*duty of loyalty* e *duty of care*), pare utile notare anzitutto che le tesi che attribuiscono obblighi in capo ai soci sembrano limitare alla sola lealtà gli obblighi fiduciari gravanti sui soci ⁽¹⁹⁶⁾. Il dovere di lealtà ascrivibile ai soci di società per azioni non sarebbe, tuttavia (e secondo la teoria) il medesimo previsto nella legge del *trust*, il quale impedisce al fiduciario di compiere qualsiasi operazione che non sia volta a soddisfare l'interesse del beneficiario; bensì quello (tipicamente adottato nelle pronunce dei giudici nell'ambito del diritto societario) per il quale è ammissibile che vi siano operazioni delle quali si giovi anche il fiduciario, il quale deve però esser sempre in grado di dimostrare che l'operazione fosse anche *fair* nei confronti della società ⁽¹⁹⁷⁾.

⁽¹⁹⁴⁾ Cfr. I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1273 s., ove anche la rilevante *case law*.

⁽¹⁹⁵⁾ L'ingerenza nell'attività gestoria, al punto da comportare una sostituzione dell'ufficio dell'amministratore, da parte di soggetti che non siano stati investiti dall'assemblea è sanzionata penalmente, ai sensi dell'art. 2639 c.c., e civilmente, ad opera dell'estensione giurisprudenziale di detta norma anche alla responsabilità civile (cfr., in particolare, Cass. civ. 27 febbraio 2002, n. 2906, in *Giur. it.*, 2002; in letteratura, per tutti, N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, Milano, 1998, *passim*, ma spec. 29 ss. e F. GUERRERA, *Gestione di fatto e funzione amministrativa nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 131 ss.

⁽¹⁹⁶⁾ V. I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1263 s.

⁽¹⁹⁷⁾ I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1264, spec. nt. 20. In sostanza, un amministratore può essere ritenuto responsabile per non aver rispettato il proprio dovere di lealtà se nell'esercizio delle proprie funzioni promuove un'operazione che vada a suo vantaggio e quest'operazione è *unfair*.

Detto dovere viene, quindi, in rilievo ogniqualvolta il socio – di controllo o meno – sia in grado di influenzare una particolare decisione nella quale ha un personale interesse. E ciò a prescindere, secondo la ricostruzione delle Autrici, dall’attività che pone in essere per raggiungere l’obiettivo: che sia mediante l’esercizio del voto in assemblea, ovvero altri strumenti *extra-istituzionali* che però convincano – per ragioni più o meno legittime – gli amministratori a dar corso alle lor richieste. Si tratta, in altre parole, di quello che nella nostra letteratura interna è stato definito “potere di orientamento” ed è peraltro stato attribuito proprio agli istituzionali, in qualità di soci “caratterizzati” non tanto in considerazione di un potere conseguente alla detenzione di una certa quota parte del capitale, bensì per la loro potenziale capacità di influenzare le decisioni che riguardano la società⁽¹⁹⁸⁾. E come è stato notato proprio dalla dottrina interna, il potere di orientamento non si limita all’esercizio del diritto di voto in assemblea, ma può essere esercitato pure mediante tutte le altre prerogative del socio di controllo, siano quelle *istituzionali*, ovvero *extra-istituzionali*⁽¹⁹⁹⁾.

Senza voler entrare nel merito della proposta delle Autrici che, nel (diverso) contesto giuridico nordamericano, affermano l’esigenza che la giurisprudenza faccia uso di una nuova nozione di controllo, la quale possa prendere in considerazione qualsiasi attività persuasiva in concreto *riuscita* da parte del socio⁽²⁰⁰⁾, pare utile in questa sede

⁽¹⁹⁸⁾ Cfr. C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*”, cit., 70, la quale definisce il potere di orientamento come un «potere che non comporta una influenza dominante né di diritto né di fatto; un potere che non si esercita in generale per tutte le decisioni della società, ma su talune decisioni particolarmente rilevanti per l’interesse di quel socio; che deriva dalla qualificazione soggettiva del socio e dalla sua posizione concreta». In considerazione della capacità di orientamento degli istituzionali, l’Autrice indaga la possibilità che le caratteristiche soggettive di detti soci importino delle conseguenze sul piano giuridico in quanto vi sono «nel diritto delle società nuovi problemi che non attengono più solamente alla tradizionale dialettica tra maggioranza e minoranza, quanto, piuttosto, a quella tra soci che possiamo definire caratterizzati e gli altri azionisti».

⁽¹⁹⁹⁾ V. F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 130 ss., per il quale è irrilevante la distinzione tra le modalità istituzionali ed extra-istituzionali del potere d’influenza del socio (nel caso preso in esame, di controllo).

⁽²⁰⁰⁾ I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, cit., 1297 s. Le A., nell’elaborare la loro teoria, al fine di rendere applicabili i doveri di lealtà anche ai soci – e consapevoli che detta operazione è tanto più difficile quanto minore è il controllo che detti soggetti detengono – operano un significativo ampliamento della nozione di controllo che si estende anche a chi, in ipotesi, partecipa al capitale della società per l’un per cento. E ciò a condizione che questo socio sia stato determinante nell’intraprendere una decisione. La nozione di controllo elaborata consente loro di applicare i doveri fiduciari anche al socio – in ipotesi di maggioranza – che non voti in una singola delibera, ma minacci una *proxy battle*, ovvero ancora ponga in essere una campagna mediatica a detrimento del consiglio di

verificare se sia possibile riconoscere, in capo al socio investitore istituzionale, un dovere di lealtà nell'esercizio delle proprie prerogative corporative. Se, posta la questione in termini diversi, possa ritenersi sussistente una responsabilità dell'investitore istituzionale (con il conseguente risarcimento del danno) per aver agito avendo riguardo al solo interesse proprio (e non anche a quello della società).

Poiché il potere di orientamento – si è detto – non si limita all'esercizio del diritto di voto in assemblea, ma può essere esercitato pure mediante tutte le altre prerogative del socio ⁽²⁰¹⁾, risulta necessario distinguere i due seguenti piani: l'uno, che concerne le attività *extra*-istituzionali e l'altro, invece, che ha ad oggetto l'attività corporativa del socio e, si riduce, essenzialmente, all'esercizio del suo voto in assemblea ⁽²⁰²⁾.

Le azioni che appartengono al primo piano sono, ad esempio, le possibili dichiarazioni che vengono espresse nell'ambito dei (ormai molto studiati e da poco espressamente previsti dal legislatore e dall'autodisciplina) dialoghi informali con il consiglio di amministrazione ⁽²⁰³⁾. In questo contesto, non è inusuale che gli istituzionali esprimano alcuni giudizi aventi ad oggetto le politiche adottate dagli amministratori i quali, per via della forte capacità persuasiva di questi soci, dovuta principalmente alla «sovrapposizione del ruolo che questi rivestono nel mercato e quello che rivestono come

amministrazione per esercitare pressioni su di questi. Le ipotesi prese in considerazione dalle A. sono prevalentemente di natura *extra*-assembleare.

⁽²⁰¹⁾ Cfr. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, cit., 130 ss.

⁽²⁰²⁾ Non si vuole con ciò affermare che le uniche possibilità di influire sulla società, mediante l'impiego delle prerogative corporative, siano rappresentate dall'esercizio del voto. Si riconoscono naturalmente anche, nell'ambito delle società con azioni quotate, la nomina degli amministratori mediante voto di lista, il possibile ricorso alla sollecitazione di deleghe e così via. Si ravvisa, tuttavia, un'importanza differente al voto, in quanto è da un lato capace di incidere direttamente sulla società e, dall'altro, pare essere l'unica prerogativa – capace di spiegare effetti nei confronti della collettività – che non dipenda, in ultima istanza, da altro organo sociale.

⁽²⁰³⁾ Si fa anzitutto riferimento all'art. 3-*octies* della SHRD II, nel quale si trova espresso riferimento al dialogo tra investitori istituzionali e gestori di attivi con le società partecipate. Vi si riferisce anche il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE e 2004/72/CE della Commissione, nel quale, all'art. 11 avente ad oggetto i sondaggi di mercato, si riconosce e legittima un dialogo tra emittente e azionisti per valutare gli interessi di questi ultimi rispetto a operazioni concernenti la società emittente. La letteratura sul punto è assai estesa; si rimanda, tuttavia, per una ricognizione del quadro interno a C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.; per un quadro tra Stati Uniti ed Europa, v., G. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia L. & Bus. Rev.*, 2018, 187 ss.

soci nella società»⁽²⁰⁴⁾, non vi restano certo indifferenti. Altrettanto può dirsi della minaccia di disinvestire, operata da un investitore istituzionale, che può avere importanti conseguenze dal punto di vista reputazionale e, in concreto, sul corso delle azioni⁽²⁰⁵⁾.

Ebbene, non pare di poter ignorare che, diversamente dal secondo piano, queste iniziative non siano capaci – se non in via indiretta – di spiegare effetti sulla società. In questi casi, che non includono, quindi, le conseguenze di una decisione presa nel contesto istituzionale a ciò preposto, l'unico soggetto capace di porre in essere delle azioni che abbiano ricadute sulla collettività dei soci è il – pur condizionato e “ricattato” – consiglio di amministrazione, al quale (e in via esclusiva) spettano tutte le decisioni sulla gestione eccezion fatta per quelle espressamente riservate ai soci. Sembra, peraltro, che il quadro offerto dalla riforma delle società di capitali sia, con riferimento alla società per azioni, da interpretarsi in questo senso.

Non pare sufficiente, a questo proposito, l'argomento secondo il quale il fatto per cui gli amministratori spontaneamente si adeguino ai *desiderata* dei soci (di controllo) «nulla toglie alla rilevanza giuridica di tale vicenda»⁽²⁰⁶⁾. Il disegno del legislatore della riforma non sembra consentire dubbi. Se la gestione dell'impresa spetta «esclusivamente» agli amministratori, sono questi ultimi i responsabili della gestione stessa, senza potersi

⁽²⁰⁴⁾ Così, C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*”, cit., 205, la quale peraltro identifica questo tipo di iniziative come poteri di orientamento “immediati”, in quanto diretti ad incidere immediatamente sulla società partecipata, distinguendoli da quelli “mediati” che qualificano l'interesse degli emittenti ad adeguarsi agli *standards* (di *governance* e di politiche gestionali) che gli istituzionali di norma richiedono al fine di consentire un maggior investimento da parte di questi nell'emittente. L'A. giustifica quest'ultimo potere mediato, con la considerazione che «la posizione ricoperta dall'investitore istituzionale-socio sul mercato è di per sé sufficiente ad orientare verso una politica favorevole a questo» (212).

⁽²⁰⁵⁾ Considerano il disinvestimento quale strategia per promuovere un progetto d'investimento sostenibile A. EDMANS - D. LEVIT - I. SCHNEEMEIER, *Socially Responsible Divestment*, ECGI Finance Working Paper n. 823/2022, reperibile sul sito *internet* dell'Istituto.

Altri esempi – pur riferibili al socio di controllo – afferenti al potere di orientamento sul piano *extra*-istituzionale sono segnalati da F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 130, che vi ricomprende la «sistematica emanazione di istruzioni e direttive, più o meno dettagliate, nei confronti degli amministratori “di fiducia”». V., anche M. BIANCHI - M.C. CORRADI - L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998*, cit., 404, i quali, nel contesto dell'analisi del calo del valore di mercato delle azioni conseguente al disinvestimento da parte di uno o più istituzionali, evidenziano che l'effetto è tanto maggiore quanto più è instabile il controllo. Sugli strumenti persuasivi degli investitori istituzionali anche C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*”, cit., 182 s. Sul punto, v., infine, *supra*, nt. 198.

⁽²⁰⁶⁾ Così, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 131, per il quale vi è una sostanziale irrilevanza nella distinzione tra le modalità istituzionali e quelle *extra*-istituzionali per influenzare il consiglio di amministrazione, rilevando entrambe ai fini della responsabilità.

spogliare delle proprie attribuzioni ⁽²⁰⁷⁾. Ciò è confermato anche «[dal]l'exasperato irrigidimento del criterio di ripartizione delle competenze» ⁽²⁰⁸⁾ previsto dall'art. 2364, co. 1, n. 5, c.c., secondo il quale lo statuto può sì subordinare a un'autorizzazione dell'assemblea il compimento di atti da parte degli amministratori, rimanendo «ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti». Pur trattando, quest'ultima norma, dell'ambito istituzionale e cioè di quello assembleare, essa rappresenta un corollario del principio di spettanza «esclusiva», ai sensi dell'art. 2380-*bis*, c.c., agli amministratori della gestione dell'impresa ⁽²⁰⁹⁾ e un indice nel senso della responsabilità «esclusiva» degli amministratori, anche quando la decisione da questi presa sia stata influenzata dagli azionisti. Senza poter compiutamente affrontare il tema della ripartizione delle competenze gestorie tra assemblea e consiglio di amministrazione a seguito della riforma delle società di capitali ⁽²¹⁰⁾, ci si limita in questa sede ad osservare il dato positivo letterale che, pur avendo riconosciuto agli azionisti «un ruolo in qualche

⁽²⁰⁷⁾ F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma della società per azioni*, Milano, 2004, 6.

Alla medesima conclusione giunge anche – pur nel diverso contesto normativo – P.J. DALLEY, *The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties*, cit., 207, secondo la quale i limiti dei poteri di “controllo” del socio (seppur di maggioranza) cominciano (e terminano) con il diritto di nominare gli amministratori e di votare su cambiamenti significativi afferenti la società e «any further attempted exercise of control is void as an incursion into the boards' authority and an interference with the board's ability to act in accordance with its own fiduciary duties».

⁽²⁰⁸⁾ Così, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 55.

⁽²⁰⁹⁾ La correlazione tra le due norme è, del resto, resa esplicita dalla *Relazione* al d.l.gs. 6/2003 nella quale testualmente si legge che, al fine di rendere effettiva l'esclusiva responsabilità degli amministratori per la gestione dell'impresa sociale «si è profondamente innovato riguardo nella materia già regolata dall'art. 2364, n. 4, del codice civile, che attribuiva alla assemblea ordinaria il potere di deliberare sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati dalla sua competenza dall'atto costitutivo o sottoposti al suo esame dagli amministratori. Gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea operazioni attinenti alla gestione sociale; si è solo ammesso che lo statuto possa richiedere che l'assemblea autorizzi gli amministratori al compimento di determinate operazioni, ma si è precisato che resta ferma in ogni caso la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti, quantunque autorizzati dall'assemblea. Si è così evitato che, come in passato poteva accadere, nessuno risponda di una data operazione: né l'assemblea che è *per definizione irresponsabile*, né gli amministratori che a discarico di responsabilità abbiano sottoposto l'operazione all'assemblea [enfasi aggiunta; ndr]». Ammette, a questo proposito, che il legislatore della riforma abbia «voluto separare in modo programmatico le funzioni gestorie dall'ingerenza dei soci», I. MAFFEZZONI, *Commento sub art. 2364 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2005, 16.

⁽²¹⁰⁾ Si rinvia, per tutti, a G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, II, Torino, 2007, 5 ss.

modo partecipativo nella gestione della società»⁽²¹¹⁾, delimita l'ambito della responsabilità – e, di conseguenza, anche del risarcimento del danno – ai soli amministratori e non anche ai soci, i quali (si ribadisce) hanno, con la loro autorizzazione, “orientato” l'agire degli amministratori. Ne sembra derivare che, quand'anche l'operato del consiglio di amministrazione sia stato influenzato dai soci, poiché la gestione spetta ai primi, è su questi che ricade anche la responsabilità della scelta. Per questa ragione, si delimita l'esame circa la possibile configurabilità di doveri nei confronti della società, al solo ambito istituzionale, non essendo ravvisabile, in quello *extra*-istituzionale, una responsabilità del socio per l'esercizio fisiologico dei propri diritti⁽²¹²⁾.

3.3. Impossibilità di attribuire doveri fiduciari (comunque li si intenda) nei confronti della società partecipata.

Delimitato il campo dell'indagine alla verifica della configurabilità di un dovere di lealtà nell'esercizio del voto, da parte di qualsiasi socio, nei confronti della partecipata, possono ora tracciarsi i profili problematici di una siffatta attribuzione. Si procederà verificando, in primo luogo, se sia possibile interpretare l'obbligo *fiduciario* in modo così estensivo da poterlo applicare anche in capo al socio nei confronti della società; e ciò, nel tentativo di chiarire se la posizione della società possa essere assimilabile a quella del beneficiario. Dopo aver chiarito l'impossibilità di impostare un obbligo fiduciario nei confronti della partecipata, si escluderà la configurabilità di un dovere di lealtà del socio nei confronti della società in una duplice prospettiva: da un lato, avendo riguardo al peculiare tipo di socio di cui si tratta e considerando la distintiva posizione che questi riveste per il suo cliente e per il mercato; dall'altro, e in termini più generali, chiarendo che il socio non può, nell'esercizio dei propri diritti corporativi, esser limitato da un

⁽²¹¹⁾ S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il “sovrano” ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 136, ove rileva altresì che «la riforma segna uno spostamento normativo dell'asse del potere verso gli amministratori, razionalizzando una realtà che da tempo li vede reali *domini* degli affari».

⁽²¹²⁾ V., nella letteratura nordamericana, L.M. FAIRFAX, *Just Say Yes? The Fiduciary Duty Implications of Directorial Acquiescence*, in *Iowa L. Rev.*, 2021, 1315 ss., la quale si domanda se gli amministratori incorrano in un *breach* del loro *fiduciary duty* nell'eventualità in cui cedano alle richieste dei soci «as a result of fear, coercion and even blackmail». L'Autrice si occupa prevalentemente, nell'indagine, degli azionisti istituzionali attivisti.

dovere di lealtà nei confronti della società. Quest'ultima prospettiva è utile al fine di dimostrare che vi sono argomenti tanto nel diritto dei mercati finanziari (rispetto al ruolo dell'investitore) quanto anche nel diritto societario (nella necessitata prospettiva del socio) che suggeriscono di escludere la sussistenza di un dovere fiduciario in capo all'istituzionale nei confronti della partecipata.

Si è più sopra ⁽²¹³⁾ dato conto del fatto che la letteratura (e la giurisprudenza) nordamericana, così come quella interna, ha difficilmente riconosciuto l'esistenza di doveri fiduciari in capo a un soggetto che non fosse legato al beneficiario da un rapporto contrattuale che ha ad oggetto l'affidamento al fiduciario dei propri beni perché questi se ne curi nell'interesse esclusivo del fiduciante. Si è, tuttavia, esplorata la possibilità – stimolata nella dottrina interna dalla struttura ideata dalla giurisprudenza di *common law* – che gli obblighi fiduciari possano configurarsi anche in assenza del contratto.

Giova comunque qui ricordare che, qualora si volesse accedere all'interpretazione degli obblighi fiduciari come originati necessariamente da un rapporto contrattuale, non sembra esserci uno spazio per riconoscerne l'esistenza nel rapporto tra socio e società. Non vi è infatti – se non, semmai, tra i soci-fiduciari e gli amministratori-fiduciari – alcun affidamento, da parte della società, di beni o di interessi, al socio.

Se si vuole, invece, ricorrere alla teoria dell'affidamento fiduciario occorre fare alcune precisazioni.

Secondo detta teoria non è tanto l'*atto* (il contratto, quindi), ma è (sufficiente) il *fatto* di legittimare un soggetto, che non ne sia proprietario, ad esercitare alcuni poteri su di un bene, a consentire l'applicazione dei doveri fiduciari. Il primo ostacolo a riconoscere – secondo questa interpretazione – un dovere fiduciario sta nell'impossibilità di riscontrare, nel rapporto società-socio un momento possessorio ⁽²¹⁴⁾. Non solo non si rinvencono atti, ma neppure fatti che si spieghino mediante una legittimazione, da parte della società, verso un socio, ad esercitare poteri su beni della società. Anche a non voler intendere il momento possessorio come elemento costitutivo della fattispecie fiduciaria e adottando una – ancor – più ampia interpretazione del rapporto che si spieghi nella possibilità di un soggetto più informato e dotato di professionalità di incidere

⁽²¹³⁾ Cfr. *retro*, Sezione I.

⁽²¹⁴⁾ Obiezione che era stata impiegata da A. PERRONE, *Dalla trasparenza alla fiducia*, cit., 409, con riferimento all'adoperare lo strumento dei doveri fiduciari nell'ambito dell'intermediazione finanziaria; cfr., *retro*, nt. 51.

discrezionalmente su di un altro soggetto, deve offrirsi risposta negativa. Pur adottandosi questa prospettiva, infatti, si riscontra l'assenza dell'affidamento ad altro soggetto della gestione discrezionale di propri interessi ⁽²¹⁵⁾.

3.4. Ulteriori profili problematici: l'univocità degli interessi che l'investitore istituzionale deve perseguire.

L'investitore istituzionale, come si è già stabilito nella Sezione che precede, è un soggetto che viene incaricato da altri al fine di curare – nel loro miglior interesse – il denaro a questi affidato.

Di ciò si trova un immediato riscontro normativo nell'art. 35-*decies* del T.u.f., a mente del quale «le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni: a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel *miglior* interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato [enfasi aggiunta; *ndr*]». Dei diversi e complessi profili che emergono dal disposto si dirà oltre ⁽²¹⁶⁾, ma è sufficiente qui porre enfasi sull'obbligo che ricade sui gestori circa gli interessi che questi debbono perseguire.

Come si evince dalla lettura dell'univoco dato letterale, vi è, in capo agli istituzionali, un dovere di perseguire un interesse: quello dei propri clienti, dal quale non sembra potersi discostare per perseguirne altri ⁽²¹⁷⁾. L'indicazione è univoca non soltanto con riferimento ai generali doveri di comportamento dei gestori, bensì pure in quelli

⁽²¹⁵⁾ V., infatti, P.J. DALLEY, *The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties*, cit., 207, secondo la quale la *Fiduciary Law* non può applicarsi agli azionisti in quanto «fiduciary duties apply to people such as agents or trustees, who have discretion that puts them in a position of power with respect to the principal or beneficiary. Although the nature of fiduciary relationships is largely undertheorized, fiduciary duties tend to arise where someone is acting on another's behalf and has been given power or authority in order to accomplish the purpose of the relationship»: «that situation does not generally exist *between stockholders* in a normally functioning corporation». Non è infatti previsto che un azionista agisca per conto della società o degli altri azionisti, né ha il potere di farlo. Similmente, ammette l'Autrice, non vi è una delega di potere: i (limitati) poteri degli azionisti riguardano il voto e sono inerenti alla proprietà delle azioni e non sono delegati da nessuno.

⁽²¹⁶⁾ I Capitoli Secondo e Terzo saranno dedicati all'analisi della norma.

⁽²¹⁷⁾ Ma cfr. *ultra*, il Capitolo Secondo.

specifici legati all'esercizio del voto, ove l'interesse richiamato dal legislatore del Testo Unico è quello dei partecipanti ⁽²¹⁸⁾.

Qualora si volesse interpretativamente imporre all'investitore istituzionale un dovere di lealtà nei confronti della società partecipata – giova qui ricordare che di atto interpretativo si tratta, considerato che non vi sono elementi normativi che indicano o anche solo suggeriscono la presenza di detti obblighi nei confronti della partecipata – ci sarebbe la necessità di coordinare detta interpretazione con quella – univoca e letterale – della legge.

Vi è di più: anche a voler andare oltre il dato letterale, l'interpretazione del rapporto tra investitore istituzionale e cliente impone di escludere una siffatta ricostruzione. Il rapporto, come più sopra ribadito, si gioca intorno all'affidamento del beneficiario a che l'investitore professionale gestisca il denaro a questi affidato con diligenza e nell'interesse del primo. Ed è proprio l'amplessima discrezionalità nella gestione in capo al secondo – frutto della distanza, oltre che professionale, statutaria, tra il patrimonio gestito e il soggetto che investe – che consente d'imporre al medesimo l'obbligo di lealtà ricavato dall'istituto del *trust*, secondo il quale l'unico interesse perseguibile è quello del beneficiario.

Non si possono, in altre, parole, perseguire né tantomeno tutelare interessi terzi o estranei a quelli del beneficiario senza stravolgere il contenuto tipico del rapporto ⁽²¹⁹⁾.

⁽²¹⁸⁾ Cfr. art. 35-*decies*, co. 1, lett. *e*) che testualmente reca il dovere dei gestori di provvedere «nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti».

⁽²¹⁹⁾ In questi termini, v. F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 222, per il quale – pur nel distinto contesto dell'obbligo, nei confronti della società, di un esercizio attivo dei diritti corporativi – vi è «*unidirezionalità* del vincolo fiduciario dell'investitore istituzionale, il quale è chiamato *esclusivamente* alla valorizzazione del patrimonio degli investitori (...), e a non ingerirsi positivamente nella gestione delle società partecipate quando detto obiettivo non lo richiede». Ammette che chiedere all'investitore istituzionale di perseguire interessi terzi sarebbe foriero di potenziali conflitti «con gli interessi dei soggetti che intrattengono un rapporto fiduciario con il primo» A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori*, cit., 1800. In termini ancora più radicali C. TEDESCHI, «*Potere di orientamento*», cit., 228 e 262, la quale sottolinea che l'investitore istituzionale deve, per legge, perseguire l'interesse dei propri clienti, ben potendo questo non essere in linea con quello della società partecipata. Non si può ignorare, secondo l'A., che «la prescrizione dell'obbligo di gestione del portafoglio come investimento unitario e l'individuazione degli ampi obiettivi cui mirano gli investitori istituzionali evidenziano il riconoscimento, da parte dell'ordinamento, della rilevanza attribuita all'interesse alla gestione del risparmio e della sua prevalenza su quello alla massimizzazione della singola partecipazione».

Del possibile conflitto tra l'interesse della partecipata e quello dell'istituzionale ⁽²²⁰⁾, per conto del proprio cliente, ci si occuperà nei paragrafi a seguire.

3.5. Insufficienza del criterio dell'integrità del mercato a fondare un dovere fiduciario del socio nei confronti della partecipata.

Come si è visto, l'art. 35-*decies*, T.u.f., prescrive che l'investitore istituzionale debba operare nel miglior interesse «degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato». Senza entrare nel merito – lo si farà nei capitoli successivi – della difficoltà di conciliare l'interesse dei primi (gli Oicr e i partecipanti di questi) con quello del secondo (l'integrità del mercato), si vuole soltanto qui provare a dimostrare che non soccorre, ad affermare l'esistenza di un dovere fiduciario nei confronti della partecipata, il perseguimento dell'interesse dell'integrità del mercato.

La presenza di due interessi da perseguire, così come espressa nel Testo Unico, è conseguenza diretta della politica legislativa dell'Unione europea ⁽²²¹⁾ che, dettando i principi cui gli Stati membri debbono attenersi nella redazione delle regole di condotta, esplicita che *almeno* alcuni (principi) devono esser attuati. Tra questi, quello di «agire, nell'esercizio della propria attività, in modo leale e corretto, nell'interesse degli OICVM che gestisce e dell'integrità del mercato». Si è già detto ⁽²²²⁾ che l'interpretazione prevalente del binomio di interessi considera le due finalità interconnesse: l'una a servizio dell'altra; il mancato rispetto, da parte degli investitori istituzionali, delle regole di comportamento volte a tutelare l'interesse dei clienti importa una considerevole sfiducia

⁽²²⁰⁾ Si tratta di circostanze che possono riguardare tanto i rapporti tra società nel medesimo portafoglio di un istituzionale quanto le attività della singola partecipata. Con riferimento ai primi, può darsi, secondo F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 218 s., che l'istituzionale abbia un interesse confliggente con una proposta di delibera assembleare della società A poiché, nell'ambito del suo portafoglio è titolare, con un investimento più consistente, della società concorrente B. Rispetto, invece, alle seconde – ma si analizzerà la questione *ultra* nel Capitolo Secondo, par. 2, spec. ntt. 141 ss. e testo corrispondente – il conflitto può riguardare politiche di sostenibilità intraprese dalla società che non massimizzano gli obiettivi del cliente (nella politica d'investimento del quale non vi sono indicazioni circa strategie d'investimento sostenibili).

⁽²²¹⁾ Cfr. Direttiva UCITS, art. 14.

⁽²²²⁾ Cfr. *supra*, par. 2.

verso l'affidabilità dei mercati; viceversa, l'integrità dei mercati, se tutelata, stimola le possibilità di soddisfacimento delle aspettative di investimento dei clienti ⁽²²³⁾.

Con ciò non si vuole – e non si può – ammettere che nell'ampio raggio dell'interesse dell'integrità del mercato non sia compresa anche la sommatoria dei singoli interessi delle società emittenti che in esso operano. Ci si vuole limitare a osservare che il richiamo all'integrità del mercato non sembra, per il solo fatto di abbracciare gli interessi di tutti gli operatori che ad esso accedono, rappresentare un riferimento sufficiente per far sorgere l'obbligo a che gli investitori operino nell'interesse della società nel cui capitale partecipano. Il criterio generale dell'integrità del mercato mira, infatti, (anche) a irrobustire la tutela dell'interesse del cliente dell'istituzionale e non può rappresentare uno strumento mediante il quale generare, attraverso un'interpretazione assai estensiva, doveri gravanti in capo ad alcuni operatori, nei confronti di altri.

4. Argomenti sistematici e teleologici rispetto agli obiettivi perseguiti dall'insieme dell'ordinamento attuale.

L'analisi fin qui compiuta è stata diretta a dimostrare le difficoltà che si riscontrano nel configurare doveri fiduciari (in quanto tali) nei confronti della società partecipata dall'investitore istituzionale; e ciò avendo riguardo alle diverse caratteristiche che contribuiscono a formare il rapporto fiduciario intercorrente tra investitore istituzionale e il proprio cliente secondo le regole del diritto dei mercati finanziari. Le conclusioni cui si è giunti basterebbero invero ad escludere che si possano configurare detti doveri; l'indagine deve tuttavia tenere conto altresì – e perciò dare atto – della (parzialmente distinta) prospettiva del rapporto intercorrente tra società e socio secondo il quadro proposto dall'attuale sistema di diritto societario italiano. In altre parole: se è vero che potrebbe escludersi la configurabilità di obblighi fiduciari sulla sola base del rapporto tipico tra investitore e cliente, occorre verificare se ciò possa confliggere con le regole desunte dal diritto delle società nel rapporto tra il socio e la società.

L'indagine riguarda, quindi, la possibilità di delineare un dovere di lealtà nell'esercizio dei doveri corporativi; resta ai margini, invece, il dovere di cura, già sopra

⁽²²³⁾ V. *supra* nt. 121.

escluso dal novero dei doveri cui gli istituzionali sarebbero tenuti nei confronti della partecipata ⁽²²⁴⁾.

4.1. Il voto è un atto libero e discrezionale.

Nell'ambito dell'esercizio del diritto di voto in assemblea il dovere fiduciario nei confronti della società partecipata si tradurrebbe nell'obbligo, in capo al socio investitore istituzionale, di esercitare detto diritto nel solo (ovvero nel migliore ⁽²²⁵⁾) interesse della società partecipata.

Posta la questione in altri termini, si tratterebbe di definire un obbligo a perseguire, nell'esercizio del voto, un interesse ulteriore e diverso da quello del cliente dell'investitore istituzionale. Lasciando da parte, per un momento, la peculiare posizione dell'investitore istituzionale quale soggetto necessariamente portatore di interessi terzi (al perseguimento dei quali è vincolato per legge), ci si chiede se questa tensione verso l'interesse sociale possa essere imposta ad un socio in quanto tale. Il tema immediatamente richiama il limite disposto dall'art. 2373 c.c. e la possibilità che si configuri, in capo al socio, una sanzione di tipo risarcitorio per aver disatteso l'obbligo di agire nell'interesse della società.

A questo proposito, sebbene vi siano autori che teorizzano forme di responsabilità deliberativa a carico del socio di società per azioni ⁽²²⁶⁾, non sembrano potersi condividere – anche a seguito del quadro emerso dalla riforma delle società di capitali – le conclusioni interpretative da questi raggiunte; dovendosi, per contro, escludere la configurabilità di un dovere di lealtà del socio-investitore istituzionale nei confronti della società partecipata.

⁽²²⁴⁾ Cfr., *retro*, par. 3.2.

⁽²²⁵⁾ Precisazioni circa la distinzione tra l'“esclusivo interesse” e il “miglior interesse” saranno compiute *ultra*, nel Capitolo Secondo, par. 1.2; è qui sufficiente osservare che detta distinzione non rileva ai fini del discorso che si sta affrontando.

⁽²²⁶⁾ Per tutti, cfr. F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., *passim.*, ma anche D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, III, 1993, Torino, 147, il quale, oltre che per l'abuso da parte del socio di maggioranza, identifica la possibilità di risarcire la società nel caso di violazione dell'art. 2373 c.c., in quanto espressione dei principi di buona fede e correttezza.

La configurabilità di un obbligo che abbia ad oggetto l'esercizio del voto è stata considerata ammissibile in ambito *ultra*-sociale (in sede, quindi, di patti parasociali); in questo contesto è consentita l'emersione di una pretesa risarcitoria nell'evento di un inadempimento, senza che gli effetti di quest'ultimo, tuttavia, si spieghino sul piano endosocietario (non potendo, quindi, rilevare, ai fini della validità di una delibera assembleare) ⁽²²⁷⁾. Diversamente, eventuali vincoli da rispettarsi all'interno dell'organizzazione sociale non possono descriversi «in termini di obbligo» ⁽²²⁸⁾, bensì come regole organizzative della società, l'inadempimento del quale importerebbe – ricorrendone i requisiti – l'invalidità della delibera.

Vi sono, infatti, indici di natura sistematica e teleologica che valgono ad escludere, per un verso, che il rimedio risarcitorio sia applicabile al socio per l'esercizio (non abusivo) ⁽²²⁹⁾ di un atto corporativo; e, per altro verso, che il limite di cui all'art. 2373 c.c. sia configurabile alla stregua di un limite “interno” al perseguimento dell'interesse individuale e autonomo del socio.

Il disposto recato dall'art. 2373 c.c., infatti, vale proprio a indicare «l'inesistenza di un principio che imponga al socio, nell'esercizio del voto, di ispirarsi all'interesse sociale» ⁽²³⁰⁾. Se esistesse un principio – ancorché desunto in via interpretativa – stante il quale il socio, nell'esercizio del voto, fosse vincolato al perseguimento dell'interesse sociale, l'art. 2373 c.c. non sarebbe passibile di autonoma attuazione ⁽²³¹⁾.

Sarebbe sufficiente la presenza del principio per giustificare la caducazione della delibera nonché, eventualmente, la responsabilità del socio. Tanto un interesse in

⁽²²⁷⁾ In questi termini, C. ANGELICI, *Società per azioni*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 986.

⁽²²⁸⁾ C. ANGELICI, *Società per azioni*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 986.

⁽²²⁹⁾ Sul fatto che la disposizione dell'art. 2373 c.c. non possa essere intesa come la sanzione «per un'ipotesi di “abuso” del diritto oppure di vizio funzionale di negozio di voto» bensì come «di un'oggettiva anomalia del procedimento assembleare, quella consistente nell'inserimento in esso di elementi che dovevano rimanergli estranei», C. ANGELICI, *Società per azioni*, cit., 989.

⁽²³⁰⁾ Così, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 106, per il quale l'art. 2373 c.c. non è inconciliabile di per sé con un ulteriore (eventuale) limite che riguardasse il divieto di perseguire «specifiche attività extrasociali», bensì soltanto con un principio che imponesse al socio di perseguire l'interesse sociale.

⁽²³¹⁾ In questi termini, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, cit. 106.

conflitto, quanto perfino la presenza di «un interesse» ⁽²³²⁾ – pur non confliggente – che non fosse quello sociale giustificerebbe l’attivarsi di procedure demolitorie.

Vi è di più: non soltanto non può desumersi, dal disposto, l’esistenza di un *obbligo positivo* di votare nell’interesse della società, ma non vi è neppure margine per ricavare un *obbligo negativo* di astenersi dal votare qualora l’interesse perseguito non sia quello sociale. Il disposto non pone un divieto al socio di votare (divieto che opera, invece, per gli amministratori nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità), ma regola l’eventualità in cui la deliberazione *approvata* (nella quale, quindi, il socio abbia liberamente votato) sia stata presa con il voto determinante del socio che abbia un interesse in conflitto. Si consideri, in aggiunta, che il diritto italiano ha previsto un caso nel quale il socio in conflitto è tenuto ad astenersi dall’esercitare il voto: quello in cui questi sia socio di una banca ⁽²³³⁾. Detta disposizione conferma che, per un verso, dall’art. 2373 c.c. non può desumersi un obbligo di astensione del socio in conflitto e, per altro verso, laddove il legislatore (del T.u.f., ad esempio) non abbia previsto detto dovere, non abbia voluto prevederlo. L’attività del socio compiuta nel contesto della delibera assembleare risulta non essere vincolata né con riferimento all’*an*, né rispetto al *quomodo* ⁽²³⁴⁾: l’indice di maggior rilievo nel supportare l’inesistenza di un dovere di lealtà, del socio in quanto tale, nei confronti della società al cui capitale partecipa si riscontra proprio nella lettera dell’art. 2373 c.c., nonché nella sua interpretazione.

Vi sono, però, anche altri indici (normativi). Si tratta dei (soli) casi, previsti dal codice civile, nei quali è espressamente consentito agire nei confronti dei soci, per avere

⁽²³²⁾ Come pure è stato previsto in ordine agli interessi dei quali sono portatori gli amministratori *ex art. 2391 c.c.*, ivi indicando le procedure cui attenersi, nonché – oltre all’impugnabilità della delibera – la risarcibilità del danno provocato alla società.

⁽²³³⁾ Cfr. l’art. 53, co. 4, del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) che testualmente dispone che «in ogni caso i soci e gli amministratori, fermi restando gli obblighi previsti dall’articolo 2391, primo comma, del codice civile, si astengono dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi». V., sulla previsione, per tutti, C. CLEMENTE - L. LA ROCCA, *Commento sub art. 53*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*⁴, diretto da F. Capriglione, con la collaborazione di M. Pellegrini - M. Sepe - V. Troiano, Milano, 2018, 603 ss.

⁽²³⁴⁾ *Contra*, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 120 s., per il quale l’enfasi posta dalla dominante interpretazione sul profilo soggettivistico del voto per il quale le istanze individuali possono ben prevalere su quelle comuni nel procedimento deliberativo «contraddice la strumentalità del voto rispetto all’attuazione dell’interesse fondamentale del contratto e al funzionamento complessivo dell’organizzazione sociale» trascurando, peraltro che «il processo decisionale coinvolge direttamente o indirettamente anche *interessi esterni* alla società, in virtù della sua tipica rilevanza “reale”».

(nell'ambito dei poteri di influenza *extra*-istituzionale) «preso parte al fatto lesivo o l'averne consapevolmente tratto beneficio» (art. 2497, co. 2, c.c.), ovvero per l'averne (in occasione della delibera assembleare) intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento dell'atto dannoso (art. 2476, co. 8, c.c.)⁽²³⁵⁾. Con riferimento a quest'ultima – unica espressa forma di responsabilità *deliberativa* del sistema – pare utile osservare che questa nasce (e si limita⁽²³⁶⁾) alle società a responsabilità limitata nelle quali, come noto, il socio riveste un ruolo assai differente – rispetto a quello che esso ricopre nella società per azioni – nell'ambito della gestione della società⁽²³⁷⁾.

Non pare rilevare, a supporto della configurabilità di una responsabilità *deliberativa* del socio, neppure il disposto di cui all'art. 2497 c.c., in una sua supposta qualità di

⁽²³⁵⁾ R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa - G.B. Portale, II, Torino, 2007, 164. Cfr. ID, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 256.

⁽²³⁶⁾ V., però, M. RESCIGNO, *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 310, il quale ammette che la previsione si applichi anche alle società per azioni «proprio perché essa è segno di una mutata considerazione del legislatore al problema della responsabilità del socio-gestore»; detta considerazione «si fonda sull'individuazione di un dovere fiduciario assimilabile a quello dell'amministratore del socio verso le società (e i terzi) nel momento in cui, di fatto o in virtù di poteri statutari, partecipa alle scelte di gestione» e, se così è, afferma l'A., «manca qualsiasi seria ragione giustificativa di un trattamento differenziato tra il socio di s.r.l. e quello di s.p.a.». Nel senso di ammettere un'applicazione *transtipica* anche alle società per azioni con una base azionaria nella quale si possa rinvenire «il tipo empirico della società *longa manus* del socio nella gestione dell'impresa» anche V. MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, III, 684.

Anche volendo accedere a detta interpretazione estensiva dell'articolo in commento, occorre rilevare che questa si fonda sulla comparabilità della base azionaria ristretta di una società per azioni a quella (invero tipica) di una società a responsabilità limitata: presupposti, questi, difficilmente riconducibili ad una società aperta.

⁽²³⁷⁾ Osserva G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, II, Torino, 2014, 1049, nt. 14, che «non è del tutto causale che anche l'unica espressa previsione in tema di “responsabilità *deliberativa*” – intesa, cioè, come responsabilità del socio per il voto espresso in assemblea – si ritrovi nel contesto della disciplina della società limitata; la norma sembrerebbe in qualche modo indicare che uno spostamento della competenza dagli amministratori ai soci per decisioni la cui assunzione pure sarebbe spettata ai primi in tanto è possibile non solo se è normativamente previsto in modo espresso (come appunto prevede l'art. 2479, n. 4 e 5, c.c.), ma anche solo se quel sistema viene completato recuperando la possibilità di una tutela risarcitoria nei confronti di chi quella decisione, ove dannosa, abbia concorso ad assumere con il proprio voto, e ciò appunto indipendentemente dall'esistenza di eventuali vizi del procedimento *deliberativo*».

Riconosce, invece, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 52, all'art. 2476 c.c. (nonché all'art. 2393-bis c.c. a mente del quale si è conferita «una centralità mai conosciuta prima d'ora nell'apparato di tutela delle società per azioni» alle minoranze organizzate), il segnale che il sistema presenti «significative aperture verso la responsabilizzazione diretta dei soci».

principio generale e fonte di regole di condotta passibile di applicazione estensiva alla generalità dei soci ⁽²³⁸⁾.

Anche in questo caso – con un discorso analogo a quello compiuto rispetto all’atteggiarsi dell’art. 2373 c.c. in presenza di un principio generale – pare utile osservare che il limitatissimo e ristretto (nonché studiatissimo) àmbito di applicazione della disciplina non troverebbe applicazione qualora vi fosse un principio generale che imponesse il rispetto di alcuni doveri in capo al socio, definendone anche le conseguenze in caso di inosservanza. Si noti, inoltre, che i princìpi di «corretta gestione» sottendono l’esercizio di un’attività che non è, per sua natura, ascrivibile a tutti i soci in quanto tali, bensì soltanto a quelli che esercitano un particolare potere. Quest’ultima attività, se esercitata abusivamente, permette d’invocare la tutela risarcitoria – naturalmente – anche se chi la esercita è investitore istituzionale ⁽²³⁹⁾. Non pare necessario, quindi, estenderne le ricadute anche nei casi nei quali questa non si eserciti.

Esclusa la configurabilità di un obbligo, sembra potersi conseguentemente escludere, altresì, la possibilità di invocare un rimedio di natura risarcitoria nei confronti del socio che quest’obbligo non rispetti. Non si spenderanno, quindi, ulteriori argomenti in merito a detta possibilità.

Ci si è sinora mantenuti sul piano generale avendo riguardo, quindi, ad un *generico* socio di società per azioni. Passando invece a definire brevemente qual è la posizione specifica del socio *investitore istituzionale* che, come più volte ricordato, esercita i diritti

⁽²³⁸⁾ Argomenta, *a contrario*, F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit., 156, che il legislatore della riforma si sia ispirato ai doveri di correttezza e buona fede del socio di controllo, fonte di obblighi di condotta (e conseguente responsabilità per inadempimento) e che, per questo, la responsabilità della capogruppo «manifesta una naturale propensione a estendersi oltre i confini della fattispecie legale e ad assurgere a generale principio di regolazione della responsabilità da esercizio abusivo o illecito dell’influenza dominante nelle società *comunque* soggette a eterodirezione».

⁽²³⁹⁾ V., ad esempio, il recente provvedimento del Trib. Milano, 9 gennaio 2018, in *Banca borsa*, 2019, II, 594 ss., con nota di S. CORSO, *Società di gestione del risparmio e attività di direzione e coordinamento nei confronti delle società partecipate dai fondi gestiti*, 602 ss., nel quale si riconosce che la Sgr possa esercitare attività di direzione e coordinamento ai sensi dell’art. 2497 c.c.; così anche Trib. Milano, 4 maggio 2017, in *Giur. it.*, 2018, 906, con nota di R. FORMISANI, *Attività di direzione per mezzo di un fondo comune di investimento*, 908 ss.; commentata altresì da P. DE BIASI, *Sulla configurabilità dell’attività di direzione e coordinamento da parte di una SGR per conto del fondo chiuso gestito*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2019, 213 ss. e oggetto di studio di ASSONIME, *Disciplina di direzione e coordinamento: applicabilità al gestore di fondi d’investimento*, 2019. Sulla configurabilità dell’esercizio dell’attività di direzione e coordinamento da parte di una Sgr nei confronti delle società partecipate da un fondo da questa gestito, v., per tutti, L. ARDIZZONE, *L’esercizio dell’attività d’impresa nel private equity*, Milano, 2018, 111 ss.

di voto nell'interesse dei propri clienti, occorre osservare che chi si è occupato della questione assume che l'ipotesi nella quale l'investitore istituzionale si trovi a votare in una società partecipata mirando a raggiungere interessi *extra-sociali* per conto dei propri clienti sia del tutto teorica e difficilmente possibile. È stato, infatti, affermato, che gli interessi portati dagli investitori istituzionali coincidano necessariamente con quelli degli altri azionisti e, più in generale, con l'interesse sociale. E ciò per via del fatto che quest'ultimo si traduce *necessariamente* con la massimizzazione del valore per gli azionisti, coincidendo, per l'effetto, con quello cui debbono – per loro *tipica* struttura – mirare gli azionisti istituzionali ⁽²⁴⁰⁾.

Senza voler – non è questo il piano dell'attuale indagine, né lo permette il discorso – entrare nel merito di una definizione *comune* di interesse sociale, non si può non tenere a mente che quest'idea sembra esser stata oggi del tutto superata ⁽²⁴¹⁾. L'eventualità che

⁽²⁴⁰⁾ Afferma, infatti, C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*”, cit., 229. Così anche F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 218, per il quale non vi è, tra l'interesse della società e quello degli istituzionali un «conflitto immanente, ma anzi un'apparente coerenza: atteso che, volendo aderire alla qualificazione dell'interesse sociale in termini di interesse *comune* a tutti i soci, fra quest'ultimo e quello degli investitori istituzionali c'è, quanto meno in superficie, una relazione di identità: entrambi mirano alla massimizzazione del valore e della redditività delle partecipazioni e, dunque, dell'investimento nella società (c.d. *shareholder value*)». Lo stesso A. ammette, tuttavia, la possibilità che un istituzionale (il quale, per legge, è chiamato ad impiegare i risparmi raccolti in maniera diversificata e, quindi, in più società) abbia un interesse in conflitto con la società «in quanto, ad esempio, titolare di partecipazioni in una società concorrente nella quale ha effettuato un investimento più consistente». Si pone la questione anche R.S. KARMEL, *Should a Duty to the Corporation be Imposed on Institutional Shareholders?*, cit., 20 s., secondo la quale sugli istituzionali incombono, in primo luogo, i doveri nei confronti dei loro clienti e, se questi doveri dovessero entrare in conflitto con un eventuale dovere nei confronti della società nella quale l'investitore è azionista, non è chiaro come debba essere risolto il conflitto. Conclude, tuttavia, per far gravare sugli istituzionali i medesimi doveri che incombono – nella giurisprudenza nordamericana maggioritaria – sui soci di controllo: qualora gli investitori istituzionali fossero in grado di nominare gli amministratori sarebbero soggetti, in alcuni casi, ai doveri che incombono normalmente sui soci di controllo.

⁽²⁴¹⁾ Nel senso di un progressivo abbandono della teoria dello *shareholder value* in favore del perseguimento, da parte delle società, di *altri* interessi rispetto a quelli della massimizzazione del profitto ci si limita qui soltanto a richiamare le dichiarazioni della Business Roundtable “Statement on the Purpose of a Corporation, con la quale 181 CEO di società nordamericane hanno dichiarato d'impegnarsi a creare valore per i loro clienti, di investire nei propri dipendenti, di trattare equamente ed eticamente i propri fornitori e di supportare le comunità nelle quali operano; lo Statement si può leggere anche in *Riv. soc.*, 2019, 1311 ss. sul quale – senza pretese di completezza – L.A. BEBCHUCK - R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, reperibile su www.ssrn.com; E.B. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI Law Working Paper n. 515/2020, reperibile sul sito *internet* dell'istituto; L.E. STRINE jr, *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, Harvard John M. Olin *Discussion Paper* n. 1018, 2020, reperibile su www.ssrn.com; L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEO's Statement: Same Old, Same Old*, in *Oxford Business Law Blog*, 12 settembre

l'interesse della società non sia necessariamente quello di massimizzare, in un arco temporale definito, il proprio valore, e che quello del socio (istituzionale o meno) coincida, invece, con la valorizzazione (magari nel brevissimo termine) della propria partecipazione, non pare affatto irrealistica ⁽²⁴²⁾.

Quando viceversa è stato ammesso che l'istituzionale ben possa avere interessi non sovrapponibili a quelli sociali, è stato affermato che esso, quando portatore di un interesse in conflitto, dovrebbe astenersi dall'esercitare il diritto di voto (se determinante), pena l'invalidità della delibera e la risarcibilità del danno. Ne conseguirebbe – *in thesi* – che i doveri che incombono sugli istituzionali nei confronti dei propri clienti subirebbero un «*condizionamento* in sede di esercizio del diritto di voto e di intervento in assemblea per il fatto di muoversi all'interno dell'organizzazione della *singola* società partecipata» imponendo all'istituzionale di astenersi dal votare in conflitto anche nei casi in cui l'interesse dei propri clienti l'avrebbe richiesto ⁽²⁴³⁾.

Tralasciando, nel merito, la possibilità che l'aver votato in conflitto consenta di invocare la tutela risarcitoria ⁽²⁴⁴⁾, preme qui osservare che se così fosse, e solo allora, l'investitore istituzionale dovrebbe necessariamente – nel miglior interesse dei propri clienti – bilanciare l'accrescimento del valore globale del portafoglio determinato dalla singola delibera (votata in conflitto con l'interesse sociale) con l'esborso derivante dal risarcimento del danno.

2019, reperibile su www.law.ox.ac.uk. Nella letteratura interna si rinvia a P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1303 ss.; V. CALANDRA BUONAURO - F. DENOZZA - M. LIBERTINI - G. MAUGERI - R. SACCHI - U. TOMBARI, in *Lo Statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, in *Rivista ODC*, 2019, 589 ss.

Dei dibattiti circa al rinnovato scopo della società, tra *shareholderism* e *stakeholderism* si dirà più avanti, quando si darà conto del ruolo che si attribuisce – nel raggiungimento di questo – agli investitori istituzionali interrogandosi in merito alla possibilità che ne sorgano eventuali doveri fiduciari.

⁽²⁴²⁾ Si fa rinvio, sul punto, ai discorsi intorno alla sostenibilità nel Capitolo Secondo, Sezione II.

⁽²⁴³⁾ Così, F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 219.

⁽²⁴⁴⁾ Rinviandosi, sul punto a R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, cit., 256 sulle difficoltà di un'eventuale «applicazione per analogia dell'art. 2393 bis c.c. ad un'azione di responsabilità sociale nei confronti (non di componenti di organi sociali, ma) di soci».

Ora, poiché l'ipotesi del risarcimento da parte del socio per aver votato in conflitto è esclusa dalla legge (e dalla maggior parte delle soluzioni interpretative) ⁽²⁴⁵⁾, non sembra vi sia uno spazio per il verificarsi di tale bilanciamento.

La norma sul conflitto d'interessi non rappresenta, quindi, un limite interno per il socio funzionale al perseguimento dell'interesse sociale, bensì semmai un «limite “esterno” alla possibilità del socio di realizzare le proprie aspettative di rendimento» ⁽²⁴⁶⁾. Sembra, quindi, che poiché non vi sono regole che impongano all'azionista di «perseguire interessi diversi da quelli individualmente loro propri» ⁽²⁴⁷⁾, l'investitore istituzionale sia libero di votare nell'interesse dei propri clienti, senza (dover) valutare quello della società ⁽²⁴⁸⁾.

V'è da chiedersi, infine, se si adottasse la tesi per la quale l'interesse cui mirare fosse sempre quello sociale, come potrebbe conciliarsi detto dovere (*in thesi* desumibile dall'art. 2373 c.c.) con quello, di medesimo rango, dell'esercitare il diritto di voto nel miglior interesse del proprio cliente (*ex art. 35-decies*, T.u.f.); si tratterebbe di un palese conflitto che spetterebbe scogliere all'azionista investitore istituzionale, scisso tra il dover perseguire l'interesse del proprio cliente, nel rispetto di una norma di legge, ovvero quello sociale nel (supposto) rispetto di un'altra norma di legge ⁽²⁴⁹⁾.

⁽²⁴⁵⁾ È lo stesso D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, cit., 147, nt. 116 che – pur obiettando una ricostruzione letterale e rifacendosi, al fine di ammettere la risarcibilità, ad un'interpretazione teleologica delle norme dell'ordinamento – ricorda la «volontà del legislatore storico, che ha soppresso l'espressa previsione del risarcimento contenuto nei progetti del codice»; sul punto, ID., *ivi*, 80, nt. 15.

Sull'argomento secondo il quale la risarcibilità è esclusa in considerazione della «tecnica operativa adottata dall'art. 2373 c.c., che fa perno esclusivamente sull'annullamento della deliberazione, laddove un precedente progetto prevedeva una responsabilità personale dei singoli votanti [il Progetto d'Amelio del 1925 (art. 207); ndr]» v. A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, cit., 325, spec., nt. 128.

⁽²⁴⁶⁾ M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., 667, nt. 1.

⁽²⁴⁷⁾ Così, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, 107.

⁽²⁴⁸⁾ Sembra di essere di questo avviso, C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento”*, cit., 262 secondo la quale «l'investitore istituzionale (...) opera sempre nell'interesse dell'insieme delle sue attività e ben può scegliere di penalizzare la singola società a vantaggio del complesso a cui si riferisce».

⁽²⁴⁹⁾ Apre questa prospettiva, in termini dubitativi, C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento”*, cit., 262, nt. 54.

4.2. Limiti derivanti dalla politica legislativa europea in materia di mercati finanziari.

Si è fin qui guardato alle regole poste dal diritto societario interno e ai dati letterali che portano ad escludere che il socio possa esser tenuto responsabile per non aver votato nell'interesse della società.

Resta da verificare se le norme che si son riportate, a dimostrazione della tesi dell'irresponsabilità dell'azionista, possano esser teleologicamente interpretate in maniera diversa da quella che si è proposta. In questa prospettiva si dimostrerà che il legislatore – non solo interno, ma anche dell'Unione – ha inteso scongiurare gli effetti che una responsabilità del socio per il voto in assemblea comporterebbero.

Spostando nuovamente l'attenzione al diritto dei mercati finanziari, nell'ambito del quale è stata operata una modifica al ruolo degli azionisti (*rectius*: degli azionisti investitori istituzionali), si chiarirà, da un lato, che la politica legislativa adottata – mirante a coinvolgere maggiormente gli azionisti nella vita delle società quotate – sconfessa la configurabilità, nell'ordinamento attuale, di una teoria che prospetti una responsabilità nell'esercizio del voto che, per sua natura, disincentiverebbe quantomeno la partecipazione all'assemblea⁽²⁵⁰⁾; da un altro lato, che i “doveri” incombenti sugli azionisti in materia di *impegno* non sono sufficienti a fondare un dovere fiduciario nei confronti delle società partecipate.

Non sembra vi siano dubbi sul fatto che la politica legislativa degli ultimi decenni si sia indirizzata a cercar di ottenere proprio l'opposto di quanto naturalmente si otterrebbe dalla configurazione di una responsabilità deliberativa: un incentivo, cioè, al socio per partecipare all'assemblea. E ciò è tanto più vero quanto più polverizzato è il capitale, secondo l'assunto per il quale sono direttamente proporzionali la percentuale di partecipazione che un socio detiene nel capitale di una società e l'interesse che questi dimostra nella partecipazione degli affari sociali. L'effetto, in altre parole, di un'esigua partecipazione al capitale è un minor interesse al dispendio di risorse (di qualsivoglia

⁽²⁵⁰⁾ Riconosce, tra le controindicazioni che hanno ispirato il dogma dell'irresponsabilità dell'azionista, anzitutto la «disincentivazione ad una partecipazione all'assemblea» R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, cit., 163. E altrimenti non potrebbe essere: se il socio (a qualunque tipo afferisca) incorresse nel rischio, ogniqualvolta esprimesse il proprio voto in assemblea, di esser tenuto responsabile e, per l'effetto, a risarcire un danno, sarebbe fortemente disincentivato a partecipare.

natura) per un'attiva partecipazione. La naturale tendenza – di cui si è più sopra dato conto ⁽²⁵¹⁾ – dell'azionista di società aperta a non partecipare attivamente alla vita della società è stata esacerbata ulteriormente dagli investitori istituzionali i quali, pare utile qui ribadirlo, sono per lo più stati considerati soggetti passivi rispetto alla vita dell'emittente partecipato.

A seguito della crisi finanziaria di inizio secolo si sono individuate, tra le diverse cause che l'hanno determinata, almeno due che sono attribuibili alla stessa categoria di socio: l'atteggiamento passivo di taluni e, al contempo, lo sfrenato attivismo speculativo di altri. Con la Direttiva Azionisti II il legislatore ha inteso trovare una soluzione ad entrambe le suddette disfunzionalità: incentivare l'attivismo, ma soltanto se di lungo termine. Non è senz'altro il primo momento storico nel quale il legislatore ha richiesto un maggiore coinvolgimento da parte degli azionisti nelle questioni della società ⁽²⁵²⁾; se, però, i provvedimenti – a partire, come si è visto più sopra ⁽²⁵³⁾, dal T.u.f. – finora adottati miravano più che altro a *consentire* e così, indirettamente, incentivare, la partecipazione di soci diversi da quello di controllo, la Direttiva Azionisti II ha il dichiarato intento di promuovere il coinvolgimento degli azionisti (istituzionali) nelle attività della società. Tralasciando per il momento ⁽²⁵⁴⁾ il merito dei disposti stabiliti dalla Direttiva, si ritiene qui di richiamare soltanto le premesse dell'intervento normativo europeo e tratteggiare, per sommi capi, i principi portati dalla Direttiva, così da dimostrare come essi non possano che considerarsi confliggenti con il riconoscimento di una responsabilità deliberativa in capo al socio per l'aver votato nell'interesse proprio (in luogo di quello sociale).

Si legge, nella Direttiva Azionisti II, che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi ⁽²⁵⁵⁾ sono «spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di

⁽²⁵¹⁾ Cfr. *retro* par. 3.1.

⁽²⁵²⁾ V., *supra*, par. 3 e, per una recente ricostruzione, F. RAFFAELE - M. MANNA, *Il recepimento della direttiva Shareholder Rights II e il decreto n. 49/2019*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 5.

⁽²⁵³⁾ Cfr. *retro*, par. 3.1.1.

⁽²⁵⁴⁾ Ce ne si occuperà più oltre quando si verificherà come questi nuovi strumenti di coinvolgimento si atteggianno rispetto al dovere fiduciario dell'investitore nei confronti del proprio beneficiario: cfr. *ultra*, Capitolo Secondo.

⁽²⁵⁵⁾ Segnala C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholder Rights II*, cit., 559 s., che «da un punto di vista terminologico, il legislatore europeo della *Shareholder Rights II* opera per la prima volta una distinzione tra investitori istituzionali in senso stretto, tra i quali riconosce le imprese di assicurazione e riassicurazione

conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime», ma anche che, tuttavia, negli ultimi anni questi spesso «non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni» ⁽²⁵⁶⁾. E ciò rappresenta un problema dal momento che «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate» ⁽²⁵⁷⁾.

Basterebbe quanto appena riportato a stabilire che l'interpretazione di un dovere di lealtà nei confronti della partecipata – con conseguente risarcimento del danno qualora non fosse rispettato – non è in linea con i principi stabiliti a livello europeo per le società quotate.

A questa presa di posizione si potrebbe tuttavia obiettare che la Direttiva Azionisti II segna, in qualche misura, il passaggio dai *diritti* ai *doveri* degli azionisti, imponendo un vero e proprio «duty to demonstrate engagement» ⁽²⁵⁸⁾. La Direttiva richiede, all'art. 3-*octies*, agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi di comunicare al pubblico una politica d'impegno nella quale si esplicitano le intenzioni di voto, le strategie che si perseguono nonché le modalità con le quali si espleta il monitoraggio nelle società partecipate.

e i fondi pensione con almeno cento aderenti (c.d. *asset owners*), e i gestori di attivi, ossia le società che prestano servizi di gestione collettiva del risparmio o gestione patrimoniale (c.d. *asset managers* e dunque sgr, sicav, sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni e i soggetti autorizzati al servizio di gestione dei portafogli». V., però, *supra*, la nt. 1, per un chiarimento terminologico e metodologico rispetto alla distinzione tra investitori istituzionali e gestori di attivi.

⁽²⁵⁶⁾ V., il 15esimo Considerando della SHRD II.

⁽²⁵⁷⁾ Così, il 14esimo Considerando della SHRD II.

⁽²⁵⁸⁾ V., I.H.Y. CHIU - D. KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in *Shareholders' Duties*, a cura di H.S. Birkmose, Netherlands, 2017, 143, per la SHRD II rappresenta un tentativo di rafforzare i doveri di *stewardship* rendendoli doveri di *engagement*. Le Autrici distinguono, infatti, le due nozioni, notando altresì che l'*engagement* del legislatore europeo (del quale analizzano, però, la Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, pubblicata il 9 aprile 2014 (d'ora in avanti, la "Proposta di Direttiva"); poi emendata dal Parlamento l'8 luglio 2015) sia quasi coincidente con la nozione di *stewardship* del Codice di Stewardship inglese rilevando, tuttavia, che la nozione del legislatore europeo include anche (diversamente dalla prescrizione dell'autodisciplina) un obbligo di *disclosure* volto a implementare la trasparenza. Così anche H.S. BIRKMOSE, *From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction?*, in *Intereulaweast*, 2018, 70, per la quale la SHRD II «marks a break with the traditional perception in company law that shareholders have no duties when they invest in companies».

Diversamente da quanto è sempre stato previsto con riferimento all'azionista, la Direttiva pone degli obblighi – così, del resto, son definiti nel testo della Direttiva ⁽²⁵⁹⁾ – in capo agli investitori istituzionali: ma questo non è sufficiente per considerarli obblighi (di lealtà) nei confronti della società partecipata.

Anzitutto, si tratta di obblighi in senso *debole* ⁽²⁶⁰⁾, in quanto ai soggetti sui quali gravano è riservata la facoltà di non rispettarli e fornire, in luogo della loro implementazione, «una comunicazione al pubblico chiara e motivata delle ragioni per cui hanno scelto di non adempiere a uno o più di tali obblighi» ⁽²⁶¹⁾. Sono doveri che mirano a raggiungere un grado di trasparenza tale da poter ridurre la disinformazione tanto del cliente quanto del mercato (che risulterebbe, se privo di asimmetrie informative, efficiente). L'obiettivo è altresì quello di innestare un meccanismo virtuoso secondo il quale i soggetti, dopo aver comunicato al mercato i propri futuri comportamenti, dovranno adottarli coerentemente a quanto promesso ⁽²⁶²⁾. All'intermediario è lasciata la scelta circa l'*an* (e, naturalmente anche il *quomodo*) dell'esercizio del voto, a condizione di motivare adeguatamente ogni scelta diversa ⁽²⁶³⁾. Alla medesima conclusione si perviene se si prendono a riferimento gli obblighi dettati dall'articolo rubricato «politica di impegno»: si noterà, infatti, che è prescritta la comunicazione delle modalità con le quali si esercitano i diritti di voto, senza, quindi, imporre un preciso comportamento *nel* voto.

⁽²⁵⁹⁾ Si veda, infatti, l'art. 3-*octies*, co. 1, SHRD II, che – nella versione italiana – testualmente dispone che «Gli Stati membri assicurano che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi rispettino gli obblighi [enfasi aggiunta; *ndr*]».

⁽²⁶⁰⁾ Conforta questa interpretazione anche la versione inglese della SHRD II, nella quale gli obblighi (cfr. nt. precedente) sono «requirements» e non “duties”, così come quella tedesca che adotta l'espressione «Anforderungen» al posto, per esempio, di “Verpflichtungen”.

⁽²⁶¹⁾ Cfr. Art. 3-*octies*, co. 1 della SHRD II. Sul principio del *comply or explain* e i suoi critici, il rinvio è a K. SERGAKIS, *EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the Comply or Explain Principle*, in *ECFR*, 2013, 394 ss., spec. 401.

⁽²⁶²⁾ Ne discute, pur con riferimento alle disposizioni previste per i *proxy advisors* nell'ambito della Proposta di Direttiva, G. BALP, *Regulating Proxy Advisors through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, in *ECFR*, 2017, 20-22; nonché ID., *I consulenti di voto*, Milano, 2017, 262.

⁽²⁶³⁾ Commentano così le prescrizioni dettate dal T.u.f., in adeguamento alla SHRD II, S. CARBONARA - S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 275: «lascian[o] all'intermediario la scelta sul se e quando impegnarsi (sebbene alla condizione di motivare adeguatamente ogni scelta diversa dalla piena aderenza alle prescrizioni di cui ai co. 1 e 2 dell'art. 124-*quinquies* TUF) e, quindi, anche sul se e come esercitare il diritto di voto».

È vero, però, che è richiesto che gli intermediari facciano *disclosure* al mercato delle modalità mediante le quali vengono gestiti gli «attuali e potenziali conflitti di interesse» relativi all'impegno⁽²⁶⁴⁾. Questo, forse, l'unico indice che potrebbe portare a ipotizzare la configurabilità di un dovere in capo all'investitore istituzionale di agire nel migliore (o nel solo) interesse della società partecipata. Sembra, tuttavia, anche con riferimento alla predetta disposizione, doversi offrire risposta negativa.

Anche in questo caso, ciò che la legge prescrive è che venga data comunicazione, senza prescrivere una precisa condotta in merito ai conflitti d'interesse che possono presentarsi «in relazione al loro impegno [degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi; *ndr*]». Viene richiesto, in particolare, che si comunichi al pubblico come questi vengono *gestiti*. Non si vuole naturalmente affermare che la Direttiva in questione si spinga ad ammettere i conflitti d'interesse, si nota soltanto che la stessa si limita a richiedere la *comunicazione* della *gestione* degli stessi: ciò non basta, senza dubbio, a fondare un dovere nei confronti della società. Va rilevato, infatti, che in caso di mancato rispetto di detti doveri di comunicazione, la sanzione – oltre che reputazionale – sarebbe invocabile dai clienti degli investitori (e non dalla società partecipata, né dai soci di questa)⁽²⁶⁵⁾. Si tratta, in ultima analisi, di doveri di trasparenza, a servizio dell'efficienza del mercato, e azionabili – qualora non vengano rispettati – soltanto dai clienti.

Occorre ora trarre qualche nota conclusiva dal discorso finora fatto. Si è visto che le ragioni per le quali il problema è emerso sono per lo più di natura politica: gli investitori istituzionali sono soci «importanti» – per utilizzare la terminologia del legislatore europeo – delle società quotate; al fine di scongiurare i potenziali effetti negativi dell'attivismo (speculativo) di questi, in particolare nei confronti della società partecipata, alcuni hanno ritenuto di configurare un loro dovere fiduciario di agire nell'interesse di questa, nell'esercizio dei loro diritti corporativi. Si è, tuttavia, ritenuto non configurabile, alla luce dell'interpretazione dei doveri fiduciari, nonché delle disposizioni di diritto

⁽²⁶⁴⁾ Cfr. art. 3-*octies*, co. 1, lett. a), SHRD II.

⁽²⁶⁵⁾ V. S. CARBONARA - S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, cit., 275, spec. nt. 121, che ammettono la possibilità – qualora gli intermediari pongano in essere un comportamento non coerente rispetto alle strategie dichiarate – che i clienti di questi invocino l'inadempimento contrattuale, legittimando così anche l'eventuale risarcimento dei danni e la risoluzione anticipata del rapporto; e ciò in quanto «la politica di impegno può frequentemente rappresentare uno degli elementi che orientano la scelta del cliente in favore di quel dato intermediario e/o quel dato fondo, rispetto ad intermediari e/o fondi concorrenti».

societario che regolano la condotta del socio, un dovere fiduciario nei confronti della società partecipata. Neppure è stato possibile configurare un simile dovere avendo riguardo agli obiettivi che il legislatore – tanto del diritto delle società, quanto del diritto dei mercati finanziari – si è posto, con riferimento al socio in generale e all’investitore istituzionale (come socio) in particolare.

CAPITOLO SECONDO

IL DOVERE DI LEALTÀ: CARATTERI E PROBLEMI

SOMMARIO: 1. Il dovere di lealtà: premessa. — SEZIONE I — IL DOVERE DI LEALTÀ E I SUOI CARATTERI — 1.1. Il dovere di lealtà nella gestione collettiva: l'influenza della MiFID e l'esigenza di meccanismi di eterotutela. — 1.2. La struttura binaria del dovere di lealtà: il perseguimento del miglior interesse e la gestione degli ineliminabili conflitti. — 1.2.1. Il miglior interesse degli Oicr gestiti, dei partecipanti, dell'integrità del mercato. — 1.2.2. La strategia normativa: l'organizzazione per ridurre il rischio di conflitto di interesse. — 1.2.3. (Segue) L'equo trattamento degli Oicr gestiti come clausola di salvaguardia dei conflitti. — 1.2.4. (Segue) La parità di trattamento. — 1.3. Le norme di rango secondario per l'identificazione e la gestione dei conflitti che impedisca di ledere gravemente gli Oicr e i loro clienti. — 1.3.1. L'identificazione del conflitto: il gestore come centro di interessi complessi. — 1.3.2. La gestione dei conflitti. — 1.4. L'autodisciplina: il Protocollo della Assogestioni. — 2. Il dovere di lealtà nell'esercizio del diritto di voto. Impossibilità di valutare il dovere di lealtà con riferimento alla singola adunanza: la preminenza della strategia rispetto al singolo voto. — 2.1. Il dovere di lealtà nella Direttiva Azionisti II: l'imperativo del lungo periodo alla prova dei doveri fiduciari. — SEZIONE II — L'EVOLUZIONE DEL DOVERE FIDUCIARIO DI LEALTÀ IN CONSIDERAZIONE DELLE SPINTE LEGISLATIVE VERSO LA SOSTENIBILITÀ — 3. Il problema del rapporto tra i fattori sostenibili e il dovere di lealtà. — 3.1. (Segue) Brevissimi cenni sull'evoluzione dell'investimento sostenibile e degli elementi di conflitto con il principio di lealtà. — 3.2. Le soluzioni prospettate dalle organizzazioni e dalle istituzioni. — 3.2.1. Il Freshfields Report (e il suo *follow up*). — 3.2.2. Il dovere fiduciario nel ventunesimo secolo: il rapporto delle Nazioni Unite. — 3.2.3. La consultazione della Commissione europea e il High-Level Expert Group. — 4. Il regolamento sull'informativa sostenibile nei servizi finanziari: l'assenza di un chiaro indice di condotta. — 5. Conclusioni: l'insufficienza del quadro normativo attuale ai fini del chiarimento circa la perfetta compatibilità in astratto del dovere fiduciario di lealtà e l'integrazione dei fattori sostenibili nelle scelte di investimento e di gestione. — 5.1. (Segue) Impossibilità di pervenire ad una soluzione affermativa in via interpretativa: le clausole generali del miglior interesse e dell'integrità del mercato. — 6. Impossibilità di risolvere in termini positivi l'interrogativo in assenza del preventivo consenso del beneficiario.

1. Il dovere di lealtà: premessa.

Nel Capitolo che precede si è concluso che i doveri fiduciari degli investitori istituzionali non sono configurabili nei confronti della società partecipata; lo sono, invece, nei confronti dei clienti: soltanto questo rapporto è quindi oggetto di trattazione.

Si è scelto – nella suddivisione che si propone – di analizzare in via prioritaria il *duty of loyalty* nonostante il legislatore italiano letteralmente ad esso anteponga, nella formulazione che ha ad oggetto le regole di comportamento degli investitori istituzionali, il *duty of care* ⁽¹⁾.

Ciò si giustifica alla luce del fatto che, per un verso, la scelta del legislatore non sottende né può suggerire alcuna gradualità nell'intensità dei doveri (il che richiederebbe la trattazione del più intenso prima e del meno, poi) e che, per un altro verso, il dovere di lealtà rappresenti il minimo livello di tutela di ogni rapporto fiduciario. Nella dottrina dei doveri fiduciari il dovere di lealtà è stato considerato come «fondamentale» ⁽²⁾: se sul fiduciario non incombe, nei confronti del fiduciante, *quantomeno* il *duty of loyalty*, allora il rapporto non è qualificabile alla stregua di un rapporto fiduciario ⁽³⁾. Del resto, nelle valutazioni *a posteriori* sull'operato dei fiduciari non si arriva neppure ad analizzare il *duty of care* se i primi hanno agito in conflitto d'interessi ⁽⁴⁾.

Sebbene non vi sia una definizione universale del *duty of loyalty*, se si fa riferimento a quella del *Restatement of Trust*, si ha che il *duty of loyalty* richiede di amministrare il *trust* nel *solo* interesse del beneficiario ⁽⁵⁾. Questa regola, anche definita “sole interest

⁽¹⁾ L'art. 35-*decies* T.u.f. dispone infatti che 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 [enfasi aggiunta; *ndr*]».

⁽²⁾ I principali trattati lo considerano l'elemento più rilevante del rapporto fiduciario; v., sul punto, J.H. LANGBEIN, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, in *Yale L. J.*, 2005, 931, spec. nt. 2. Cfr. inoltre T. FRANKEL, *Fiduciary Relationships in the Common Law*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 154, per la quale «the foundation of fiduciary law is the duty of loyalty».

⁽³⁾ In questi precisi termini, A.S. GOLD, *The Loyalties of Fiduciary Law*, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, a cura di E. J. Criddle - P.B. Miller - R.H. Sitkoff, 2019, 176 ss.

⁽⁴⁾ V. *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366, 1376 (Del. 1993): «in business judgment rule cases, an essential element is the fact that there has been a business decision made by a disinterested and independent corporate decisionmaker». Cfr., sul punto, J. VELASCO, *The Diminishing Duty of Loyalty*, in *Washington and Lee L. Rev.*, 2018, 1049, che opera una ricognizione della letteratura e della giurisprudenza nordamericana sul tema e afferma che la giustificazione teorica della *business judgment rule* si fonda sul rigoroso *enforcement* del dovere di lealtà.

⁽⁵⁾ Cfr. *Restatement (2nd) of Trusts*, 1959, par. 170, per il quale il *duty of loyalty* consiste nell'obbligo, per un *trustee*, di «administer the trust solely in the interest of the beneficiary».

Si è ricordato, nel Capitolo Primo, par. 1.1, spec. nt. 18 che le origini dell'*investment trust* si devono all'istituto del *Trust*; è opportuno, tuttavia, in questa sede rilevare che se, per un verso, l'*investment trust* non è un vero e proprio *trust* (così J.F. FOWLER, *American Investment Trust*, New York, 1928, 2) bensì piuttosto un organismo che scaturisce da forme associative di investitori), per altro verso, nel modello contrattuale della gestione collettiva, e cioè il fondo d'investimento, il modello è – soltanto strutturalmente – coincidente e sovrapponibile al *trust*. Il patrimonio degli investitori è infatti «autonomo» (art. 1, co. 1,

rule”, è particolarmente rigida poiché impedisce al *trustee* di porre in essere qualsiasi operazione che sia nell’interesse *anche* di altri (o proprio). Con essa, inibendo qualsiasi discostamento dall’interesse del fiduciante, si cristallizza il *divieto* di porre in essere azioni od operazioni che, anche soltanto in astratto ⁽⁶⁾, siano ultronee rispetto all’interesse del fiduciante.

Non tutte le fattispecie che sottendono un rapporto fiduciario sono però così regolate: all’assoluto *divieto* di considerare interessi altri si giustappongono regole che piuttosto che vietare il perseguimento di interessi altri, ne disciplinano espressamente ogni momento e passaggio ⁽⁷⁾. Alla *sole interest* si contrappone tipicamente la *best interest rule*, secondo la quale è ammissibile perseguire anche interessi ulteriori, a patto che detti interessi coincidano con il *miglior interesse* del fiduciante ⁽⁸⁾. Con siffatta regola

lett. j), TUF che definisce il «fondo comune di investimento») e segregato, affidato ad un gestore esterno che tuttavia non lo detiene perché il detto patrimonio è depositato presso un soggetto distinto, la banca depositaria, così evitando *tanto* il rischio che i partecipanti al fondo siano chiamati a rispondere delle obbligazioni assunte dal fondo (delle quali risponde il solo gestore ai sensi dell’art. 36 TUF, con il patrimonio del fondo medesimo) *quanto* quello – peraltro all’origine del *duty of loyalty* – che il gestore si appropri indebitamente dei fondi. Sulla vicinanza del modello contrattuale allo schema del *trust*, v. anche N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*³, Oxford, 2014, 197.

⁽⁶⁾ La regola è stata infatti eloquentemente definita anche “no further inquiry rule” per via del fatto che i giudici investiti della questione possono invalidare un’operazione che sia fatta nell’interesse del *trustee* senza bisogno di altre prove; senza, quindi, la necessità di entrare nel merito dell’operazione (senza aver riguardo, pertanto, all’eventuale danno che l’operazione abbia causato al *trust* ovvero al – sempre eventuale – vantaggio per il *trustee*).

La considerano «prohibitory rather than regulatory» M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, in *Stanford L. Rev.*, 2020, 401.

⁽⁷⁾ T. FRANKEL, *Fiduciary Relationships in the Common Law*, cit., 155, giustifica il perseguimento di un interesse che non sia quello del fiduciante soltanto (e necessariamente) quando sia consentito dalla legge (come si riscontra nella legislazione europea in commento) ovvero dal beneficiario: «the prohibition on conflict of interest has, however, two exceptions. One exception is based on a permission in the law. The other exception applies if the entrustors consent to the conflict of interest transaction». Ciò si spiega, secondo l’A., poiché in linea teorica il fiduciante può beneficiare del conflitto; in detti casi, tuttavia, il consenso del fiduciante deve essere soggetto a determinate condizioni delineate in modo da assicurare una chiara ed effettiva transizione da una situazione fiduciaria – nella quale il fiduciante ha il diritto di affidarsi al fiduciario – ad una situazione contrattuale – nella quale il fiduciante si affida per lo più a sé.

⁽⁸⁾ Critica nei confronti della “best interest” *rule* risulta T. FRANKEL, *Watering Down Fiduciary Duties*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 249 ss., per la quale il passaggio dal *sole interest* al *best interest* rappresenta un modo per “diluire” e render meno efficaci i doveri dei fiduciari. L’A. sostiene, in particolare, che il passaggio dalla regola del “solo interesse” a quella del “miglior interesse” trasforma il *duty of loyalty* nel *duty of care*, in quanto il miglior interesse sottende la capacità di evitare negligenze più che quella di perseguire soltanto l’interesse del fiduciante. In definitiva: «changing the duties from “sole interest” to “best interest” undermines the very purpose of fiduciary law and clouds its clarity».

non si autorizza il fiduciario ad agire in conflitto d'interesse; si amplia, però, la rosa di interessi che possono esser presi in considerazione dal fiduciario.

Questa seconda soluzione è quella adottata dal diritto societario interno e nordamericano ⁽⁹⁾ nonché dal diritto dei mercati finanziari europeo.

Nell'ambito dei mercati finanziari e, in particolare, della gestione collettiva, alle alternative in discorso seguono importanti conseguenze sul piano delle scelte d'investimento e di voto, come è reso evidente dall'attuale dibattito circa la *final rule* del dipartimento del lavoro nordamericano che modifica l'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA). La questione verte sulla possibilità che i fondi pensionistici – i quali, diversamente dalla più parte dei fondi, sono vincolati alla *sole interest rule* (e non a quella del migliore) ⁽¹⁰⁾ – siano autorizzati, nel rispetto dei loro doveri fiduciari, ad investire in prodotti che mirino anche a obiettivi ambientali o sociali ⁽¹¹⁾. Il dibattito

⁽⁹⁾ Nel diritto delle società interno le operazioni nelle quali gli amministratori hanno interessi non sono vietate (come lo sarebbero se si applicasse rigidamente la “sole interest” rule) ma regolate ai sensi dell'art. 2391 c.c., per il quale v., per tutti, M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2005, 423 ss. Così è anche per le operazioni con le parti correlate, la cui disciplina richiede che siano adottate procedure che garantiscano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni (che, infatti, non sono vietate *tout court*).

Afferma, rispetto al diritto nordamericano, che «in corporate law, regulation has replaced prohibition» J.H. LANGBEIN, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty*, cit., 958, s., il quale ricorda che nel diciannovesimo e nel ventesimo secolo, il diritto societario – che precedentemente adottava la medesima soluzione della *Trust law* – ha cambiato corso e ha preferito una soluzione che mirasse ad adattare i conflitti agli interessi della società. I principi di *corporate governance* dell'American Law Institute ora evitano infatti di adoperare la formula del *duty of loyalty* ad essa preferendo il *duty of fair dealing*.

⁽¹⁰⁾ La *sole interest rule* vale, infatti, nell'ordinamento nordamericano, per i fondi pensionistici: cfr. ERISA, *section* 404: «a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan *solely* in the interest of the participants and beneficiaries [enfasi aggiunta; ndr]».

⁽¹¹⁾ La *final rule*, pubblicata il 13 novembre 2020 (sotto l'amministrazione Trump) dal dipartimento del lavoro nordamericano ha emendato gli «Investment Duties» previsti dal Titolo I dell'ERISA. Le modifiche imponevano di fondare le proprie scelte di investimento soltanto su «pecuniary factors», negando così la possibilità di includere investimenti di natura sostenibile. Nel dicembre dello stesso anno ad essa è stata affiancata una regola sui «Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights» volta, cioè, ad esprimere il medesimo principio anche rispetto all'attività di gestione delle partecipazioni. Nei mesi successivi l'adozione, molti *stakeholders* hanno questionato la coerenza delle *final rules* con i doveri fiduciari. Il 20 gennaio 2021, un ordine esecutivo dell'amministrazione Biden ha richiesto alle agenzie federali di rivalutare le regole adottate nel triennio precedente che potessero essere contrarie alla protezione dell'ambiente, porre ostacoli alla risoluzione della crisi climatica e alla protezione della salute pubblica. Nel marzo 2021 il dipartimento del lavoro ha dichiarato che non darà attuazione alle *final rules* fintantoché non vi sarà chiarezza sul punto. Le dichiarazioni del dipartimento del lavoro sono disponibili all'indirizzo www.dol.gov. Il primo dicembre 2022 il dipartimento del lavoro nordamericano ha emanato una nuova regola sulla «Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights»

consegue al conflitto che può emergere dal dovere di perseguire il *solo* interesse del beneficiario e dalla possibilità di perseguire, attraverso un programma di investimento sostenibile, anche interessi *altri* rispetto a quello del beneficiario. Sebbene l'antagonismo tra la regola del *solo interesse* e gli obiettivi sostenibili sia d'immediata chiarezza, il medesimo antagonismo può riscontrarsi anche tra la regola del *miglior interesse* (alla quale devono attenersi gli investitori istituzionali italiani ed europei) ed il perseguimento di obiettivi sostenibili. Vigente la regola del miglior interesse, che pur ammette il perseguimento di interessi diversi rispetto a quello del beneficiario, il perseguimento dell'interesse *altro* deve necessariamente coincidere con il *miglior* interesse del beneficiario.

La prima Sezione si propone di verificare quali siano i presupposti teorici e interpretativi del dovere di lealtà nel diritto interno (del tutto derivati dal diritto dell'Unione europea) al fine di chiarirne la portata. Solo un'adeguata disamina della clausola del miglior interesse nonché delle modalità con le quali gli interessi potenzialmente confliggenti sono regolati permette di porsi un secondo, diverso, interrogativo. Nella seconda Sezione si tenterà di fornire una risposta circa la compatibilità del dovere fiduciario di lealtà con l'adozione di strategie di investimento e gestione sostenibili.

(disponibile all'indirizzo www.federalregister.gov) che supera la *final rule* promulgata sotto l'amministrazione Trump. Secondo M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *ESG Investing After the DOL Rule on "Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2 febbraio 2023, reperibile all'indirizzo dell'organizzazione, la nuova regola non modifica sostanzialmente – nonostante il resoconto dei *media* nordamericani descriva un radicale mutamento nella gestione degli investimenti privati – quella precedente dell'amministrazione Trump. La Camera dei Rappresentanti e il Senato americani hanno approvato, poi, una risoluzione che mirava ad impedire l'entrata in vigore della *Rule* del Dipartimento del lavoro e, per questa ragione, il Presidente Joseph Biden ha esercitato, per la prima volta nel suo mandato, il proprio potere di veto sulla risoluzione (cfr. J.R. BIDEN jr, *Message to the House of Representatives – President's Veto of H.J. Res 30*, 20 marzo 2023, reperibile all'indirizzo www.whitehouse.gov).

Si consideri, infine, che sul punto esiste una pronuncia della Corte Suprema degli Stati Uniti: *Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer*, 134 S. Ct. 2459 (2014) che stabilisce che i "benefici" che possono essere perseguiti da un fondo pensionistico ERISA sono soltanto di natura finanziaria: infatti, «the term does not cover nonpecuniary benefits».

SEZIONE I

IL DOVERE DI LEALTÀ E I SUOI CARATTERI

1.1. Il dovere di lealtà nella gestione collettiva: l'influenza della MiFID e l'esigenza di meccanismi di *eterotutela*.

Dacché la disciplina concernente la gestione collettiva non è – ad oggi – del tutto armonizzata ⁽¹²⁾, l'analisi dei doveri fiduciari incombenti sui soggetti che espletano detto servizio imporrebbe, tanto al legislatore interno nel recepimento delle due direttive, tanto in questa sede, di trattare distintamente la Direttiva UCITS dalla AIFMD. Cionondimeno il legislatore italiano enuclea unitariamente le regole di comportamento del gestore, a prescindere dalla categoria del fondo: l'art. 35-*decies* T.u.f. – norma con la quale si apre la Sezione III «Disposizioni comuni e deroghe» – è infatti applicabile a tutti i soggetti autorizzati ad operare il servizio di gestione collettiva ⁽¹³⁾. La detta Sezione ⁽¹⁴⁾ riporta le disposizioni previste dalla Direttiva sui gestori dei fondi alternativi che non ricadono nella categoria dei fondi armonizzati (o fondi UCITS). La scelta del legislatore italiano è stata, pertanto, duplice: adottare, rispetto ai doveri fiduciari, una disciplina unitaria per i gestori e preferire, a quelle della Direttiva UCITS, le regole dettate dalla AIFMD. L'adozione di una disciplina unitaria sembra potersi giustificare alla luce di diverse ragioni, tra le quali emerge in primo luogo l'ispirazione di entrambe le direttive in commento, nella parte che

⁽¹²⁾ V. N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 195-197, la quale, pur riconoscendo che la differenziazione dei regimi regolatori nell'ambito dell'*asset management* sia necessaria in ragione dei rischi che i diversi tipi diversi di gestori possono recare, ammette che la presenza di entrambe le discipline abbia prodotto inconsistenze, «level playing field difficulties and an even more fragmented regime».

L'autrice sottolinea peraltro che le regole sono state calibrate in modo diverso tra gli Stati, acuendo così i «level playing field risks» nella misura in cui regole diverse sarebbero applicate a simili attività e modelli di *business*.

⁽¹³⁾ Sottolineano R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 384, che, nonostante la compresenza di distinte discipline, alla società di gestione del risparmio è riservato il medesimo nucleo normativo «a prescindere dalle caratteristiche e dalla natura del fondo comune di investimento oggetto di gestione».

⁽¹⁴⁾ Inserita dall'art. 4 del d.lgs. 44/2014, mediante il quale è stata attuata la AIFMD nell'ordinamento italiano.

riguarda i doveri fiduciari dei gestori, alla disciplina MiFID (pur con le differenze in materia di conflitti d'interesse che si diranno), con il risultato che le regole, nella sostanza, non differiscono tra loro ⁽¹⁵⁾.

Al recepimento della AIFMD nella normativa interna di rango primario conseguono, infatti, principi generalissimi e di sistema (quasi) del tutto sovrapponibili – se non per qualche minima eccezione – alle regole dettate per i gestori dei fondi UCITS ⁽¹⁶⁾.

Rispetto, invece, alla scelta di recepire, in punto di doveri fiduciari, la disciplina AIFMD (anziché quella della Direttiva UCITS), deve tenersi a mente che il regime della AIFMD è rivolto ai *gestori* ⁽¹⁷⁾ diversamente dalla Direttiva UCITS che regola gli organismi di investimento collettivo, occupandosi solo marginalmente del gestore di detti organismi, con riferimento al quale gli Stati membri hanno quindi avuto un più ampio margine di discrezionalità rispetto alle scelte in materia di *governance* ⁽¹⁸⁾.

Entrambe le suddette ragioni hanno consentito al legislatore italiano di adottare un unico *corpus* di norme di comportamento per i gestori che prescindono dal regime

⁽¹⁵⁾ Dell'allineamento tra le discipline e della nascita, rispetto alle regole generali, di un “gestore unico” si è già detto e, pertanto, integralmente si rimanda al Capitolo Primo, par. 1.3.

Con riferimento specifico al conflitto d'interessi: G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 493, per la quale «l'impianto normativo di origine comunitaria previsto dalla Direttiva Ucits IV e dalle relative misure di implementazione è stato modellato in modo conforme a quello già codificato nella Direttiva 2004/39/Ce (Mifid 1) e ha successivamente rappresentato un punto di riferimento per la definizione delle regole di correttezza comportamentale dei gestori di fondi alternativi (Gefia)».

⁽¹⁶⁾ V., in proposito, il quasi del tutto sovrapponibile art. 14 della Direttiva UCITS IV che impone alle società di gestione di «agire, nell'esercizio della propria attività, in modo leale e corretto, nell'interesse degli OICVM che gestisce e dell'integrità del mercato» nonché di «cercare di evitare i conflitti d'interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che gli OICVM che gestisce siano trattati in modo equo».

⁽¹⁷⁾ Definisce in questo senso «speculare» il metodo di armonizzazione della AIFMD rispetto a quello della Direttiva UCITS IV, G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di “organismo di investimento collettivo del risparmio” a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 389, spec. nt. 6.

⁽¹⁸⁾ Per la ricognizione delle differenze tra le due Direttive si rimanda a U. KLEBECK, *Interplay between the AIFMD and the UCITSD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, a cura di D. Zetzsche, Netherlands, 2012, 77 ss., il quale sottolinea pure l'interconnessione che esiste tra i gestori di fondi UCITS e di quelli regolati dalla AIFMD in considerazione del fatto che entrambe le Direttive disciplinano la medesima «core activity of investment management» (90 s.). E così un gestore UCITS può gestire un FIA (ma se lo fa deve essere *compliant* con la AIFMD) e un gestore AIFMD può gestire un fondo UCITS (ma deve essere *compliant* con la Direttiva UCITS).

autorizzatorio cui soggiacciono le diverse categorie di fondi gestiti ⁽¹⁹⁾ e, pertanto, le disposizioni interne che si analizzeranno nel prosieguo saranno considerate – come in effetti è – applicabili a tutti i gestori.

Prima di passare alla disamina delle regole che esprimono il dovere di lealtà nella gestione collettiva occorre premettere che, nonostante la strategia legislativa in punto di doveri e di tutele degli investitori e del mercato sia la medesima di quella adottata per gli intermediari che operano servizi di investimento, nell'ambito della gestione collettiva e, in particolare nel contesto della gestione del conflitto d'interessi ⁽²⁰⁾ il legislatore ha sentito l'esigenza di adottare un presidio di natura *esterna* rispetto al rapporto tra fiduciante e fiduciario: rispetto, cioè, al rapporto tra l'investitore istituzionale e il suo beneficiario che si esplica nei doveri del primo nei confronti del secondo ⁽²¹⁾.

Nell'ambito della gestione individuale, come noto e in via generale ⁽²²⁾, al cliente è sottoposto un continuo flusso informativo volto principalmente a permettergli di modificare, intervenire o autorizzare operazioni.

⁽¹⁹⁾ Si consideri, comunque – come rileva N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*, cit., 197 – che mentre il regime della Direttiva UCITS è volontario, quello della AIFMD si configura come il «default regime» e risulta, pertanto, quello principale in materia di gestione collettiva.

Pur con riferimento alla definizione di OICR – ma sulla base dei medesimi presupposti di Moloney – F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)*, cit., 13, afferma che la nozione generale di OICR sia quella della AIFMD, mentre quella della Direttiva UCITS sia ridotta ad una «*species del genus* più ampio» che inevitabilmente la assorbe.

Con riferimento ai principi che regolano i doveri del gestore non si corre il rischio di applicare ai gestori di OICVM regole che non sarebbero loro applicabili; detto rischio potrebbe infatti verificarsi in virtù dell'esplicito richiamo ed estensione operata dal Regolamento Intermediari del Regolamento delegato 231/2013 ai gestori di OICVM. Si consideri, però, che la convergenza tra le due discipline (UCITS e AIFMD) sul punto – dovuta al loro modellarsi al medesimo impianto normativo – porta comunque a ritenere che le differenze tra OICR UCITS e OICR alternativi in materia di regole di comportamento siano ridotte, con il risultato che il rischio risulta decisamente ridotto. In questi termini, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 250 s.

⁽²⁰⁾ Si consideri comunque che il depositario ha funzioni di controllo sulla correttezza dell'operato del gestore ampie, che abbracciano tanto il dovere di lealtà quanto il dovere di diligente gestione.

⁽²¹⁾ Per questa ragione, il riferimento al presidio esterno – pur afferente, in senso lato, alla tutela del beneficiario *anche* rispetto ai comportamenti – non è qui oggetto di approfondimento, ad esso dovendosi privilegiare l'analisi dei doveri dell'investitore istituzionale: di ciò, quindi, che riguarda il rapporto *interno* tra essi ed i propri clienti.

⁽²²⁾ Sul punto, v., R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 352 ss.

Nella gestione collettiva, in assenza della possibilità di “dialogo” tra cliente e gestore ⁽²³⁾ – assenza che tipicamente qualifica il mandato gestorio del quale si discute ⁽²⁴⁾ – i presidi volti a gestire il conflitto d’interesse non possono consistere nella *disclosure* e nell’autorizzazione del cliente. Il conflitto, infatti, può in astratto essere valutato (e autorizzato) dal cliente soltanto *ex ante*, «una volta per tutte al momento dell’investimento, alla luce del Regolamento di gestione e/o del prospetto informativo» ⁽²⁵⁾.

Assunta l’indisponibilità di meccanismi di *autotutela* che consentano al cliente di opporsi – a seguito della ricezione di un’informativa – ad una determinata operazione, nella gestione collettiva del risparmio si è fatto ricorso a meccanismi di *etero-tutela* ⁽²⁶⁾. Tra questi, il depositario – non previsto per i servizi di investimento ⁽²⁷⁾ – è stato considerato il «più significativo» ⁽²⁸⁾.

Secondo uno schema che si richiama alla segregazione patrimoniale nel *trust* e tutt’ora definisce la struttura dei fondi comuni europei ⁽²⁹⁾, il gestore è tenuto, ai sensi

⁽²³⁾ Rispetto ai poteri di *voice* e, più in generale, a poteri legati alla gestione occorre distinguere la posizione dei partecipanti ai fondi gestiti da una Sgr rispetto ai partecipanti di una SICAF o SICAV. Solo l’investitore di una SICAF o SICAV (del modello quindi statutario di OICR) è anche socio del gestore e nomina, pertanto, l’organo che assume le decisioni ultime afferenti la gestione; diversamente, l’investitore del fondo non ne è (necessariamente) anche socio e non nomina, quindi, l’organo amministrativo. Ne consegue che – quantomeno in termini astratti – il socio di un OICR statutario può, mediante il suo diritto di voto «incidere sulle strategie d’investimento della società»: così R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 644 s.

⁽²⁴⁾ V., per tutti, F. GUERRERA, *Contratto d’investimento e rapporto di gestione*, cit., 738.

⁽²⁵⁾ Cfr. R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 368.

⁽²⁶⁾ Distingue detti meccanismi di auto e di etero-tutela nella prestazione dei due servizi R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 368, secondo il quale l’unica misura di autotutela che residua al cliente consista nella «verifica dei rendiconti di gestione e nel diritto di recesso *ad nutum* dal contratto».

⁽²⁷⁾ Si consideri che all’intermediario che presta servizio di investimento è consentito perfino l’utilizzo «nell’interesse proprio o di terzi» degli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti se vi è il consenso scritto da parte dei clienti (cfr. art. 22, co. 3, T.u.f.).

⁽²⁸⁾ Cfr. R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 370.

⁽²⁹⁾ Sottolinea P. GIUDICI, *Società di gestione del risparmio*, cit., 1098, che con il fondo d’investimento il patrimonio degli investitori veniva separato e affidato ad un gestore esterno ma depositato presso un soggetto diverso rispetto al gestore e che proprio detto depositario era identificato inizialmente «come un omologo del *trustee*». Ciò consente, per un verso, che i partecipanti non rispondano delle obbligazioni assunte dal fondo e, per altro verso, che il gestore non si appropri dei fondi dei partecipanti.

dell'art. 47 T.u.f., ad affidare i beni dell'Oicr presso un unico depositario ⁽³⁰⁾ il quale, oltre a custodire i beni oggetto di deposito, ha una funzione di *controllo* sull'operato del gestore. Anch'esso, al pari del gestore, agisce «nell'interesse dei partecipanti all'Oicr» ⁽³¹⁾ e accerta la legittimità delle operazioni poste in essere dal gestore, eseguendone le istruzioni «se non sono contrarie alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza» ⁽³²⁾. Il depositario ha il compito, quindi, di non eseguire le istruzioni del gestore in caso di difformità rispetto alle prescrizioni di legge nonché anche rispetto a quelle del regolamento e degli organi di vigilanza ⁽³³⁾. In sintesi, l'assenza del flusso informativo che consentirebbe all'intermediario di porre in essere azioni in conflitto consentite (per iscritto) da parte del cliente ha reso necessaria, in materia di gestione collettiva, una garanzia *esterna* a che quanto promesso dal gestore rispetto alla gestione dei conflitti d'interesse sia effettivamente rispettato nel corso della prestazione del servizio ⁽³⁴⁾.

1.2. La struttura binaria del dovere di lealtà: il perseguimento del miglior interesse e la gestione degli ineliminabili conflitti.

⁽³⁰⁾ Il riferimento non è più alla «banca depositaria» (cfr. previgente art. 38 T.u.f. così rubricato), potendo l'incarico di depositario essere assunto «da banche italiane, succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, Sim e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diversi dalle banche» (cfr. art. 47, co.2, T.u.f. che – come il Capo III – è stato modificato dal d.lgs. 44/2014, n. 44, in recepimento della AIFMD). Il deposito ha ad oggetto tutti i beni del fondo e non soltanto – come era previsto dalla disciplina previgente riferita alla banca depositaria – gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide; cfr., P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 592, spec. nt. 77, al quale si rinvia altresì per l'analisi dettagliata circa le diverse modalità di custodia da parte del depositario a seconda del bene custodito (593 ss.).

⁽³¹⁾ Cfr. art. 48, co.1, T.u.f.

⁽³²⁾ Così dispone l'art. 48, co. 3, lett. d), T.u.f.

⁽³³⁾ Sul rifiuto da parte del depositario all'esecuzione di un'istruzione impartita dalla Sgr, v. L. ENRIQUES, *La banca depositaria*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni, n. 23, Roma, 2000, 176 s.

⁽³⁴⁾ La presenza del depositario ha portato R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 371 a ritenere che «la gestione del conflitto [sia] qui assai più agevole ed efficace nelle gestioni collettive di quanto non lo sia nelle gestioni individuali» consentendogli di affermare che «nell'attuale ordinamento, dunque, funzionano meglio le misure di *eterotutela* rispetto alle misure di *autotutela*».

Pur non differendo particolarmente dal precedente art. 40 T.u.f., l'art. 35-*decies* – recependo la AIFMD che proprio in questi termini si esprime ⁽³⁵⁾ – dispone che i gestori operino «nel *miglior* interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato» (diversamente dal previgente art. 40 che richiedeva a questi di operare «nell'interesse dei partecipanti ai fondi» come prevede peraltro la disciplina europea riservata ai fondi UCITS ⁽³⁶⁾).

Il legislatore ha quindi sciolto il problema dell'alternativa tra il solo e il miglior interesse, del quale si faceva cenno, mediante la formula del «miglior interesse», che consente di escludere così che l'operato del gestore debba necessariamente ma soprattutto *esclusivamente* rivolgersi al solo interesse del beneficiario: è ammesso che sia preso in considerazione anche un interesse *altro*, a condizione che il risultato dell'operazione realizzi il miglior interesse del beneficiario ⁽³⁷⁾.

⁽³⁵⁾ Cfr. art. 12, co. 1, lett. *b*), AIFMD, che dispone che gli Stati membri assicurino che in ogni momento i Gefia «agiscano nel miglior interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato».

⁽³⁶⁾ La formulazione del «miglior interesse» non si rinviene, infatti, nella Direttiva UCITS IV, nella quale il riferimento corre soltanto genericamente all'interesse degli OICVM che gestisce. Ciononostante, alla luce del successivo disposto della Direttiva che richiede alla società di gestione di «cercare di evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che gli OICVM che gestisce siano trattati in modo equo» (cfr. art. 14 co. 1, lett. *d*), non può revocarsi in dubbio che il riferimento all'interesse debba necessariamente intendersi come “best interest” e non invece come “sole interest”.

Si consideri, inoltre, che a seguito delle ultime modifiche della Direttiva UCITS apportate dalla c.d. UCITS V (Direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del consiglio del 23 luglio 2014) e la riformulazione dell'art. 14 *bis*, le società di gestione debbono elaborare e applicare «politiche e prassi retributive che riflettano e promuovano una gestione sana ed efficace del rischio (...) né pregiudichino il rispetto dell'obbligo della società di gestione di agire nel *migliore* interesse dell'OICVM [enfasi aggiunta; *ndr*]». Sempre al «best interest» – quale principio ispiratore dell'operato della *management company* – fa riferimento la EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Question and Answers – Application of the UCITS Directive*, 2022, reperibile all'indirizzo www.esma.europa.eu.

⁽³⁷⁾ Rispetto al miglior interesse pare utile fare cenno al dibattito attualmente in atto negli Stati Uniti a seguito dell'introduzione, il 5 giugno 2019 da parte della SEC, della Best Interest Regulation applicabile ai servizi d'investimento offerti agli investitori c.d. *retail* (v. 17 CFR 240.151-1 dell'Investment Advisers Act del 1940). Sul punto cfr. Q. CURTIS, *Conflicts of Interest in Investment Advice: An Expanded View, in Fiduciary Obligations in Business*, a cura di A.B. Laby - J.H. Russell, Cambridge, 2021, 113 ss.

La regola richiede, in particolare che l'interesse del *broker* non sia posto avanti a quello del cliente. Si tratta, in sostanza, di non preferire a quello del cliente, l'interesse proprio (o eventualmente altrui), ma nulla vieta che il *miglior* interesse del cliente possa essere anche il proprio. Sull'interpretazione della Best Interest Rule (che la SEC considera facente parte tanto del *duty of loyalty* quanto del *duty of care*) v. SEC, *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*, 2019, reperibile all'indirizzo www.sec.gov.

Posta la questione in termini più concreti (o meglio, meno astratti), al gestore è concesso considerare anche interessi altri se questi permettono di pervenire al miglior rendimento possibile nel rispetto del programma d'investimento promesso ⁽³⁸⁾.

La scelta di escludere la regola del *solo* interesse, quale principio ordinatore dell'azione del gestore, appare del resto coerente con la natura dell'attività svolta, la quale si caratterizza per l'elevata ricorrenza di conflitti d'interesse ⁽³⁹⁾.

Quest'ultima può considerarsi, per certi versi, una circostanza che discende naturalmente dalla natura dell'attività del gestore nonché dai rapporti che esso intrattiene. Si è già avuto modo di rilevare che l'attività si connota per la particolarmente ampia discrezionalità del gestore cui si giustappone la limitatissima possibilità di intervento del beneficiario ⁽⁴⁰⁾. Proprio in ragione di una siffatta conformazione dell'attività, il rapporto gestorio può qualificarsi come fiduciario e, perciò, possibilmente soggetto agli abusi da parte del fiduciario. A ciò deve aggiungersi che normalmente l'*asset manager* gestisce fondi tipologicamente differenti ⁽⁴¹⁾, con obiettivi, strategie e beneficiari diversi. Si consideri, inoltre, che nella società di gestione del risparmio gli interessi che gli amministratori debbono perseguire sono duplici: per un verso quelli dei soci della Sgr e, per un altro, quello dei quotisti del fondo gestito ⁽⁴²⁾. Proprio in ragione della duplicità di

⁽³⁸⁾ V. la tradizionale definizione di J.H. LANGBEIN - R.A. POSNER, *Social Investing and the Law of Trusts*, in *Michigan L. Rev.*, 1980, 98, che discorrono di «highest return consistent with the preferred level of portfolio risk», nonché *ultra*, par. 5.1.

⁽³⁹⁾ Considera il conflitto d'interesse l'elemento che «connatura il mandato gestorio»: G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, cit., 493.

⁽⁴⁰⁾ Cfr. *retro*, Capitolo Primo, par. 1.3, ove si sottolineava che il partecipante al fondo è in una posizione di soggezione rispetto alla società di gestione non potendo influenzarne le scelte.

⁽⁴¹⁾ Attribuisce la frequenza di conflitti d'interesse nella gestione collettiva alla polifunzionalità dell'intermediario, alla varietà tipologica dei fondi gestiti e alla posizione di particolare debolezza contrattuale del cliente, G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini - G. Gasparri, Torino, 2012, 612.

⁽⁴²⁾ Cfr. Capitolo Primo, par. 1.3, ove si ricorda che proprio in ragione della duplice anima della Sgr si giustifica l'assunzione, in capo ad essa, degli obblighi e responsabilità del mandatario. Sulla natura *peculiare* del problema del conflitto di interessi nelle società di gestione del risparmio v. M. STELLA RICHTER jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Quaderno Assogestioni*, Roma, 2009, 7.

Ritiene che i rischi di conflitto nella gestione collettiva siano acuiti nel contesto italiano caratterizzato da una forte concentrazione degli assetti proprietari, M. MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2011, 78 secondo il quale «la figura del conflitto di interessi nell'amministrazione dei fondi comuni di investimento mostra di caratterizzarsi quale segmento e manifestazione del più generale "problema" del gruppo, ove si abbia cura di precisare che il bene giuridico meritevole di protezione risulta essere per l'ordinamento di settore non l'interesse dei soci "esterni" della SGR (come dovrebbe dirsi se ci si collocasse nella prospettiva degli artt. 2497 ss. c.c.), bensì quello dei

interessi di cui gli amministratori della Sgr debbono farsi carico, possono sorgere ulteriori conflitti rispetto alle scelte di investimento e di disinvestimento oppure, anche, rispetto alle scelte che riguardano l'esercizio dei diritti sociali ⁽⁴³⁾.

Alla natura della relazione fiduciaria e della struttura del gestore – che giustificherebbe già (come in effetti è) l'elevata ricorrenza dei conflitti di interesse – si aggiunge la numerosa rete di (ulteriori) rapporti cui fa capo il gestore, tanto per l'appartenenza dello stesso ad un gruppo ⁽⁴⁴⁾, quanto per la fruizione di altri soggetti per l'efficiente svolgimento dell'attività ⁽⁴⁵⁾.

Alla luce del pur breve quadro che si è delineato pare evidente che alla regola del *solo* interesse il gestore non avrebbe potuto adempiere agevolmente. Il legislatore le ha pertanto preferito una regola che maggiormente rispecchi la struttura e la natura dell'attività, consentendo quindi al gestore di perseguire anche altri interessi, con il limite che il perseguimento di questi coincida con l'interesse *migliore* del beneficiario.

La regola del miglior interesse – così come pure (anzi, *a fortiori*) quella del solo interesse che infatti esclude che possa esser preso in considerazione qualsivoglia interesse

partecipanti al fondo, ossia di investitori a essa “estranei”. L'A. discerne e analizza separatamente le situazioni di conflitto che possono sorgere per via della presenza di un rapporto di gruppo da quelle «suscettibili di manifestarsi anche in una SGR “indipendente”» (78-80).

Sottolineano la peculiarità della posizione dei gestori nel contesto italiano in ragione della concentrazione della proprietà anche M. BIANCHI - M.C. CORRADI - L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998*, cit., 402.

⁽⁴³⁾ V., sul punto, M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 442.

⁽⁴⁴⁾ Le società di gestioni di risparmio fanno parte, infatti (e molto di frequente), ad un gruppo bancario grazie al quale, tipicamente, vengono collocati i prodotti delle prime. Detta circostanza, ampliando i rapporti e i centri d'interesse cui fa capo il gestore, importa l'incremento dei possibili conflitti tra questi e l'interesse del beneficiario.

⁽⁴⁵⁾ Il rapporto di gestione non coinvolge soltanto il gestore e l'investitore finale: nel rapporto sono coinvolti numerosi soggetti (quali i consulenti in materia di voto sui quali cfr. *ultra* il Capitolo Terzo, par 5) al fine di garantire la specializzazione richiesta dall'incarico. Gli interessi dei soggetti dei quali il gestore si serve per la realizzazione del servizio, tuttavia, si allontanano potenzialmente e progressivamente da quelli degli investitori nel fondo. Si tratta dei problemi di agenzia determinati dalla presenza di una catena di intermediari che intervengono nell'ambito del servizio di gestione collettiva in qualità di soggetti specializzati al fine di rendere più efficiente il servizio prestato. Il timore che al moltiplicarsi degli intermediari coinvolti corrisponda l'esacerbamento della deviazione dall'interesse del beneficiario finale è stato sollevato dal gruppo di studio presieduto da J. Kay e promosso dal *Secretary of State for Business, Innovation and Skills* al fine di riformare il mercato dei capitali britannico: J. KAY, *Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, 2012, reperibile all'indirizzo www.gov.uk. In ragione del c.d. problema della *investment chain*, la *Kay Review* suggeriva l'estensione dei doveri fiduciari «to all relationships in the investment chain which involve discretion over the investments of others, or advice on investment decisions» (cfr. la Recommendation 7).

altro – sarebbe bastevole, in via astratta, a guidare l’agire del fiduciario nella gestione del conflitto d’interessi: quand’anche quest’ultimo occorresse, ogni decisione dovrebbe essere volta a garantire il soddisfacimento del miglior interesse del fiduciante ⁽⁴⁶⁾. Non stupisce, quindi, che prima dell’entrata in vigore del Testo Unico le regole imposte alle società di gestione non disciplinassero esplicitamente il conflitto d’interessi, richiedendo soltanto – e ritenendo perciò sufficiente – che queste agissero nell’interesse dei partecipanti ⁽⁴⁷⁾. Ciononostante, il legislatore ⁽⁴⁸⁾ ha affiancato, al principio generale che impone di perseguire il miglior interesse del fiduciante, anche un principio ulteriore che riguarda espressamente la gestione dei conflitti d’interesse ⁽⁴⁹⁾. Ne consegue una struttura del dovere di lealtà di tipo binario: al perseguimento del miglior interesse si giustappongono regole sulla gestione del conflitto d’interesse. La ragione della necessità, da parte del legislatore, di affiancare al primo le seconde sta nel riconoscimento del conflitto come elemento non soltanto tipizzante del rapporto fiduciario in oggetto, ma anche, in certi casi, ineliminabile.

Se è vero, in altre parole, che in linea generale l’interesse da perseguire dev’essere il *migliore* per il cliente (e non il solo), è vero altrettanto che, in alcune circostanze, il conflitto non può essere eliminato e deve necessariamente esser gestito (nei modi che si vedranno subito *infra*). L’eventualità che un conflitto sorga (non potendo quindi essere

⁽⁴⁶⁾ In questi termini R.H. SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, cit., 201 secondo il quale il dovere di lealtà vieta l’appropriazione indebita e regola il conflitto d’interesse quando richiede al fiduciario di agire nel migliore ovvero nel solo interesse del fiduciante.

⁽⁴⁷⁾ Cfr. art. 4, co. 1, l. 77/1983 che testualmente richiedeva che la società di gestione provvedesse «nell’interesse dei partecipanti agli investimenti, alle alienazioni e alle negoziazioni, all’esercizio dei diritti inerenti ai titoli e di ogni altro diritto compreso nel fondo comune, alla distribuzione dei proventi e ad ogni altra attività di gestione», come pure che la società di gestione (art. 3, co. 1) rispondesse verso i partecipanti per la gestione secondo le regole del mandato. Sulla ricostruzione storica della disciplina del conflitto d’interessi nella gestione collettiva v. G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 612 s.

⁽⁴⁸⁾ Italiano, sulla scorta di quello europeo che dispone che i Gefia «adottino tutte le misure ragionevoli per evitare conflitti di interesse e, quando questi non possono essere evitati, per individuare, gestire e controllare e, se del caso, comunicare tali conflitti di interesse, al fine di evitare che essi incidano negativamente sugli interessi dei FIA e dei loro investitori» (cfr. art. 12, co. 1, lett. *d*) AIFMD; ma v. anche la Direttiva UCITS la quale, all’art. 14, co. 1, lett. *a*) e *d*) dispone non soltanto che le società di gestione agiscano nell’interesse degli OICVM gestiti e dell’integrità del mercato, ma anche che cerchino di «evitare i conflitti di interessi e, qualora ciò non sia possibile, provvedere a che gli OICVM che gestisce siano trattati in modo equo»).

⁽⁴⁹⁾ Rileva T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, Oxford, 2011, 108, che esistono due aspetti del dovere di lealtà: il primo essendo che il fiduciario deve agire nel solo interesse del fiduciante; il secondo aspetto consiste, invece, nel divieto in capo al fiduciante di agire in conflitto d’interesse.

evitato) è infatti esplicitamente considerata dal legislatore, che in detta occasione esige quantomeno – in qualità di livello *minimo* di garanzia – l'equo trattamento degli Oicr gestiti ⁽⁵⁰⁾.

1.2.1. Il miglior interesse degli Oicr gestiti, dei partecipanti, dell'integrità del mercato.

Si è visto che il primo aspetto del dovere di lealtà consiste nell'elaborazione del principio generale secondo il quale il gestore agisce nel migliore interesse; sul significato del «miglior interesse» si è già detto e ci si limiterà pertanto ad analizzare come questo si realizzi quando – come ha previsto il legislatore italiano – si riferisce a tre diversi soggetti: gli Oicr gestiti, i loro partecipanti, il mercato ⁽⁵¹⁾.

Occorre subito rilevare che la formulazione del legislatore italiano differisce dalla direttiva in materia che recepisce. Al miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato si contrappone, per il legislatore della AIFMD ⁽⁵²⁾, il miglior interesse «dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato [enfasi aggiunte; *ndr*]». Lasciando per un momento da parte l'integrità del mercato che, per entrambi i legislatori, è considerato un interesse da rispettare *in aggiunta* all'altro (o agli altri), il fatto che il legislatore italiano dia autonoma rilevanza tanto all'interesse degli Oicr quanto a quello dei relativi partecipanti – mentre quello europeo ne tutela l'interesse in maniera disgiunta – potrebbe ammettere due differenti interpretazioni.

Per un verso, potrebbe affermarsi che il legislatore italiano – diversamente da quello europeo che li considera interscambiabili e, pertanto, astrattamente coincidenti – ritenga che gli interessi dei partecipanti e quelli dell'Oicr, siano centri autonomi, entrambi

⁽⁵⁰⁾ Cfr. art. 35-*decies*, co. 1, lett. b), T.u.f. che reca che i gestori «si organizzano in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, *in situazioni di conflitto*, agiscono in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti [enfasi aggiunta; *ndr*]. V., sul punto, *ultra* il par. 1.2.3.

⁽⁵¹⁾ Letteralmente così l'art. 35-*decies*, co. 1, T.u.f.: «Le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni: a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse *degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato* [enfasi aggiunte; *ndr*].».

⁽⁵²⁾ Cfr. art. 12, co. 1, lett. b) AIFMD. Diversamente, la Direttiva UCITS, all'art. 14, co. 1, lett. a), richiede alla società di gestione di agire «nell'interesse degli OICVM che gestisce e dell'integrità del mercato», non distinguendo, quindi, tra l'OICVM e il suo partecipante.

oggetto di una singolare conflittualità con l'interesse del gestore (e, per l'effetto, anche tra di loro).

Sembra tuttavia non doversi accedere ad un'interpretazione letterale ad essa preferendone una che consideri l'impianto normativo generale.

In effetti, l'impianto normativo europeo⁽⁵³⁾, così come pure quello italiano di rango secondario che ne riprende la formulazione⁽⁵⁴⁾, sembrano consentire la sovrapposizione dell'interesse dei partecipanti al fondo e quello del fondo, il ruolo del quale – in questo contesto – è confinato e assorbito a portare gli interessi dei propri partecipanti. In sostanza, un'interpretazione teleologica della norma impone di ammettere la possibilità di un antagonismo di interessi soltanto tra il gestore e il fondo (e i suoi partecipanti). Sarebbe infatti eccessivamente oneroso per il gestore, se gli si imponesse *ex lege* di perseguire interessi tra di loro distinti e potenzialmente confliggenti.

Gli interessi dei partecipanti al fondo sono da intendersi come interessi di un soggetto che partecipa ad un programma di investimento al quale partecipano anche altri che hanno sottoscritto il suo medesimo progetto: non certo come gli interessi personali del singolo partecipante che ben potrebbero differire da quelli di un altro. In questo senso gli interessi del partecipante coincidono con quelli del fondo che risulta lo strumento mediante il quale perseguire detti interessi. La formulazione che considera l'interesse dei partecipanti insieme a (come alternativa o in maniera coincidente) quello del fondo pare, quindi, potersi quindi leggere alla stregua di un'endiadi⁽⁵⁵⁾.

Chiariti i termini generali nei quali si pone il rapporto tra gli interessi del fondo e dei suoi partecipanti, può dunque analizzarsi il riferimento all'integrità del mercato, del quale si è già – pur in una diversa prospettiva – fatto cenno⁽⁵⁶⁾. Occorre sul punto

⁽⁵³⁾ Il Regolamento delegato 231/2013 – che pur sarebbe applicabile solo ai FIA, in ragione del rinvio operato dal Regolamento Intermediari così come dal previgente Regolamento Congiunto, risulta applicabile anche agli OICVM – definisce i «tipi di conflitti di interesse» all'art. 30, co. 1, lett. b). Nell'individuarli, enuclea, la possibilità che il gestore abbia un interesse distinto «da quello del FIA (...) o dei suoi investitori [enfasi aggiunta; *ndr*]»: contrappone quindi, da un lato, gli interessi del gestore e, dall'altro, quelli del FIA o dei suoi partecipanti.

⁽⁵⁴⁾ V., sul punto, il Regolamento Intermediari che, all'art. 115, co.1, lett. a) riprende la formulazione del legislatore europeo identificando, da un lato gli interessi del gestore e, dall'altro, «gli interessi dell'OICR gestito dal gestore o gli interessi dei partecipanti a tale OICR [enfasi aggiunta; *ndr*]».

⁽⁵⁵⁾ Per M.G. IOCCA, *Commento sub art. 35-decies*, cit., 253, il riferimento all'integrità del mercato è per l'investitore una forma di tutela indiretta «accanto a quella diretta» che è espressa nella formula «interesse dei relativi partecipanti».

⁽⁵⁶⁾ Cfr. Capitolo Primo, par. 3.5.

anzitutto chiedersi in che rapporto si pongono i primi interessi individuati dalla norma, che si interpretano – ai fini dell’individuazione dei conflitti – come coincidenti, con quello dell’integrità del mercato. Se è vero infatti che l’interesse da perseguire è, per il legislatore europeo, quello dei fondi o dei suoi partecipanti, è anche vero che a questi si aggiunge quello dell’integrità del mercato. La formulazione infatti indica l’interesse dei fondi o dei partecipanti e quello dell’integrità del mercato.

Si premette subito che anche in questo caso – e per ragioni parzialmente coincidenti a quelle appena esposte – occorre preferire, al dato letterale, un’interpretazione teleologica che pervenga alla considerazione degli interessi (tutti) come coincidenti e non alternativi tra loro.

Pur potendosi dubitare – in via ipotetica e astratta – che l’interesse all’integrità di mercato non confligga in nessun caso con l’interesse dei partecipanti (basti pensare ad alcune politiche di investimento altamente speculative che, pur adottate nell’interesse dei propri clienti, certo non sembrano poter coincidere con l’interesse a mantenere l’integrità del mercato⁽⁵⁷⁾), non può non tenersi in conto dei rischi che una differente interpretazione porterebbe.

Come si è detto rispetto ai fondi e ai partecipanti risulterebbe, infatti, eccessivamente oneroso richiedere al gestore di individuare e – in seguito – valutare il miglior interesse dei propri clienti mediandolo con quello del mercato in ogni circostanza che gli si presenti. Si potrebbe pure – qualora li si ritenesse distinti, autonomi e potenzialmente confliggenti – incorrere nel rischio che il gestore possa esimersi dalla propria responsabilità invocando il perseguimento dell’interesse all’integrità dei mercati⁽⁵⁸⁾.

Deve allora ritenersi – in termini concreti – che l’interesse dell’integrità del mercato sia da intendersi come il dovere negativo del gestore a non porre in essere un

⁽⁵⁷⁾ Circa i rischi che la speculazione del capitalismo finanziario può importare v., per tutti, G. ROSSI, *I diritti dei cittadini fra le crisi dell’impresa e della giustizia*, in *Riv. soc.*, 2014, 144, per il quale il passaggio dal capitalismo di produzione alla speculazione finanziaria «ha ridotto i redditi da lavoro, provocato disoccupazione, abbassato la domanda per i consumi, rendendo così inutili gli investimenti».

⁽⁵⁸⁾ G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto d’interessi nel mercato mobiliare*, in *NGCC*, 2002, 486, il quale ammette altresì che «l’integrità dei mercati è un interesse che impronta la regolamentazione, affidato al legislatore, non all’intermediario». In quest’ottica sarebbe in effetti quantomeno peculiare se il legislatore ponesse in capo ai singoli gestori non soltanto l’interpretazione di una clausola generale – sui confini della quale non c’è molta chiarezza – ma anche la responsabilità del corretto andamento dei mercati; in termini simili, F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, cit., 112.

comportamento «in contrasto con l'ordinato svolgimento dei mercati sui quali opera»⁽⁵⁹⁾. Si richiede, in altre parole, che il gestore si comporti in maniera corretta senza violare le regole che consentono il regolare funzionamento dei mercati finanziari. In questo senso, il concetto di «integrità del mercato» s'intenderà in senso lato, come sicurezza e quindi fiducia dei e nei mercati, fungendo quindi da supporto e garanzia generale all'interesse che, secondo la ricostruzione normativa del legislatore, deve comunque prevalere: quello del partecipante al fondo. In questo senso propende, infatti, il quadro letterale offerto dalle altre norme di rango primario⁽⁶⁰⁾.

La natura cumulativa e coincidente degli interessi consente, in questo senso – e per quanto si è detto finora – di poter escludere che vi sia una gradualità tra questi (se non in termini che prescindono dall'immediata interpretazione della norma)⁽⁶¹⁾: entrambi sono da rispettare ugualmente (quello del fondo o dei partecipanti, da un lato, e quello all'integrità del mercato, da un altro). Si tratta, quindi ed infine, di interessi convergenti, correlati⁽⁶²⁾, nei quali l'uno è a servizio dell'altro e si realizza con e attraverso il compimento dell'altro.

1.2.2. La strategia normativa: l'organizzazione per ridurre il rischio di conflitto di interesse.

Si è visto che in aggiunta al principio secondo il quale i gestori devono agire nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei loro partecipanti e dell'integrità del mercato il legislatore ha richiesto che le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «si

⁽⁵⁹⁾ Così F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, cit., 112.

⁽⁶⁰⁾ A partire dalla definizione stessa di Oicr dell'art. 1, co. 1, lett. k), T.u.f., che è l'organismo il cui patrimonio è «gestito in monte nell'interesse degli *investitori* [enfasi aggiunta; ndr]»; sempre «nell'interesse dei *partecipanti* [enfasi aggiunta; ndr]» vengono esercitati i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, a mente dell'art. 35-*decies*, co. 1, lett. e); così dispone anche l'art. 36, co. 3, T.u.f. la quale richiede alla Sgr che ha istituito il fondo o che è subentrata nella gestione di agire «nell'interesse dei partecipanti al fondo».

⁽⁶¹⁾ Considera le norme di comportamento volte a tutelare l'interesse del mercato più che quello individuale del singolo risparmiatore A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 760.

⁽⁶²⁾ V., sul punto, M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, cit., 161, e G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 604, per il quale gli interessi possono apparire distinti ma sono in realtà «strettamente connessi e allineati».

organizz[i]no in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agisc[a]no in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti»⁽⁶³⁾.

Nell'ambito della disciplina del conflitto d'interessi, il primo dovere che si manifesta – anche letteralmente nella formulazione – consiste nell'organizzarsi al fine di ridurre al minimo il rischio del conflitto d'interessi.

Occorre in primo luogo rilevare che, in punto di metodo, tra le diverse possibili reazioni normative al conflitto d'interesse⁽⁶⁴⁾ il legislatore europeo ha operato un «deciso *revirement*»⁽⁶⁵⁾, tanto nel settore dei servizi di investimento quanto in quello – ad esso ampiamente ispirato – della gestione collettiva, rispetto alle strategie normative precedenti. Queste ultime rimettevano alla sola trasparenza il compito di salvaguardare il cliente dalle circostanze nelle quali emergesse un conflitto d'interesse attuale ovvero potenziale. A quest'ultima è stato preferito il modello “procedurale”⁽⁶⁶⁾ che postula che il gestore si doti, fin dalla sua costituzione, di una struttura – costituita da modelli organizzativi adeguati – che gli consenta di riconoscere e di gestire il rischio di conflitti che possano inficiare l'interesse del cliente⁽⁶⁷⁾.

⁽⁶³⁾ Cfr. art. 35-*decies*, co. 1, lett. b).

⁽⁶⁴⁾ Per una possibile tassonomia delle quali, nel contesto dei mercati finanziari, si rinvia a R. BAHAR - L. THÉVENOZ, *Conflict of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market*, in in *Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets*, a cura di L. Thévenoz - R. Bahar, Alphen aan den Rijn, 2007, 12 ss.

⁽⁶⁵⁾ Così A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. Anolli - A. Banfi - G. Presti - M. Rescigno, Bologna, 2007, 60.

⁽⁶⁶⁾ La tassonomia è di S. ISSACHAROFF, *Legal Responses to Conflicts of Interest*, in *Conflicts of Interest: Challenges and Solutions in Business, Law, Medicine and Public Policy*, a cura di D.A. Moore - D.M. Cain - G. Loewenstein - M.H. Bazerman, Cambridge, 2005, 191 ss., il quale individua tre diverse risposte legislative al conflitto d'interessi. La *substantive regulation* che proibisce all'agente *ex ante* di compiere determinate azioni, le *liability rules* che sono speculari alla prima strategia regolatoria poiché “inibiscono” il comportamento *ex post* («substantive regulation addresses its concern to the outcomes of a decision-making process. Liability rules similarly focus on the consequences of the wrong decision having been made» (197). Riconosce, infine, le *procedural regulations* che possono esemplificarsi, tra l'altro, non tanto nell'impedire determinate azioni, bensì vietare al *conflicted agents* di partecipare alla decisione della detta azione.

⁽⁶⁷⁾ L'art. 7, co. 1, della MiFID II prescrive infatti che l'autorità competente non conceda «l'autorizzazione se prima non si è pienamente assicurata che il richiedente soddisfi tutti i requisiti derivanti dalle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva». Si tratta, secondo A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, cit., 61 (il quale scrive vigente la MiFID I che dettava previsioni coincidenti a quelle appena esposte, all'art. 7, co. 1 e 2) di una «barriera all'ingresso» che ben rappresenta

L'inadeguatezza del modello basato sulla trasparenza è – nel contesto dei mercati finanziari – da tempo sentito dal legislatore dell'Unione europea il quale lo ha abbandonato anche nell'ambito della gestione del conflitto d'interesse nella gestione collettiva ⁽⁶⁸⁾.

Un approccio fondato sulla trasparenza sconta infatti, in termini di efficienza, le difficoltà legate all'effettiva idoneità delle informazioni ad influenzare in maniera razionale il soggetto al quale esse sono fornite ⁽⁶⁹⁾, oltre che possibili "ingessamenti" di traffici intollerabili per il mercato finanziario ⁽⁷⁰⁾.

Se un modello improntato sulla sola trasparenza sconta il problema della razionalità del proprio destinatario, non può ignorarsi che esistono altri modelli che non riversano sul cliente (irrazionale) ⁽⁷¹⁾ l'onere della *autotutela*; anche ad essi, comunque, il legislatore ha preferito l'organizzazione.

la strategia normativa del legislatore di *affiliation terms* basata su regole organizzative interne (la quale si contrappone ad una di *agent constraints* preventivi).

⁽⁶⁸⁾ L'operazione del legislatore europeo, in ambito finanziario, che segna il passaggio da strategie normative di trasparenza a quelle organizzative si iscrive nel solco di una tendenza generale che preferisce le seconde alle prime nella gestione del conflitto d'interessi: v., sul punto, K.J. HOPT, *Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini - K.J. Hopt - J. Winter - E. Wymeersch, Oxford, 2004, 80 s. e per la quale si rimanda – in termini generali – al Capitolo primo, par. 2.

Con riferimento specifico, invece, al superamento del modello della trasparenza in favore di quello procedurale nella gestione del conflitto d'interessi nell'ambito della gestione collettiva del risparmio v., in letteratura: E. WYMEERSCH, *Conflicts of Interest, Especially in Asset Management*, in *Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets*, a cura di L. Thévenoz - R. Bahar, Alphen aan den Rijn, 2007, 261 ss.

⁽⁶⁹⁾ V., in particolare, la prospettiva di E. WYMEERSCH, *Conflicts of Interest, Especially in Asset Management*, cit., 266 ss., il quale afferma che la trasparenza (*rectius*: la *disclosure*) non previene i conflitti, ma li può semmai mitigare. Gli investitori (con essi intendendosi i clienti dell'intermediario) non hanno spesso alternative, possono soltanto comparare gli effetti negativi di situazioni nelle quali si verifichi un conflitto: «by way of example, investment fund investors may be able to compare some of the charges imposed on the portfolio, but they are rarely in a position to opt out of the conflict situation altogether». L'A. sostiene che sarebbero maggiormente efficienti regole che consentissero ai clienti di uscire e cambiare fondo senza gravose *exit fees*.

In questi termini, nella letteratura interna, anche A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, cit., 62.

⁽⁷⁰⁾ Con riferimento al conflitto d'interesse nella prestazione dei servizi di investimento, v. R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 351, ove discute delle inefficienze legate all'informazione preventiva nella quale le operazioni potenzialmente conflittuali sono permesse previa informazione al cliente, il quale deve in seguito consentirvi con dichiarazione scritta.

⁽⁷¹⁾ Sul punto, *amplius*, v. il Capitolo Primo, par. 2, spec. nt. 106.

Tra le diverse strategie regolatorie che *non* pongono sul cliente il gravoso compito di prendere decisioni circa una determinata attività potenzialmente in conflitto, vi è quella che impone *ex ante* regole puntuali ⁽⁷²⁾, individuando le situazioni alle quali segue un divieto.

Questa strategia potrebbe non soltanto disincentivare comportamenti virtuosi da parte del gestore ma soprattutto non essere in grado di riconoscere *a priori* tutte le circostanze potenzialmente dannose che – come si è sottolineato a più riprese – sono sempre più complesse e mutevoli, con l’effetto che l’azione del legislatore si rivelerebbe comunque tardiva (e pertanto inefficace).

Nelle regole che disciplinano un processo organizzativo, invece, non si formula una valutazione *sostanziale* dell’azione. Le procedure che organizzano – scandendo e presidiando diversamente i momenti che compongono il raggiungimento di una determinata decisione – sono idealmente più adatte ad arginare le azioni pregiudizievoli, più che se fossero riconosciute, come tali, *ex ante*. Il modello organizzativo mira, infatti, a rimuovere il problema alla radice (nel suo momento *genetico*) orientando il processo decisionale dell’*agent* potenzialmente in conflitto, senza la necessità di ricorrere ad un impianto concettuale che individui (*ex ante* ovvero anche *ex post*) l’azione dannosa ⁽⁷³⁾. In termini essenziali, l’attenzione in quest’impostazione è non tanto sul risultato del processo decisionale (l’azione dannosa, cioè) bensì piuttosto sul processo decisionale in sé. Una regolamentazione su base organizzativa del conflitto d’interesse permette di anticipare ed eventualmente inibire l’azione dannosa in virtù di un sistema che intanto la riconosca e – in seguito – impedisca il suo avveramento. In merito alle modalità mediante le quali l’organizzazione si esplica ci si occuperà subito *ultra* ⁽⁷⁴⁾; occorre nondimeno chiarire che – al di fuori del presidio *esterno* rappresentato dal depositario – le regole procedurali previste dalla disciplina esprimono l’unico presidio strumentale alla gestione del conflitto d’interesse.

⁽⁷²⁾ Afferma G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 604, che «da un approccio basato (...) su divieti e limitazioni all’operatività degli intermediari si è passati negli anni ad un più marcato modello di gestione organizzativa dei conflitti di interesse che possono recare pregiudizio agli investitori».

⁽⁷³⁾ In questi termini A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, cit., 63, che muove dalla tassonomia – già richiamata (*supra* nt. 66) di S. ISSACHAROFF, *Legal Responses to Conflicts of Interest*, cit., 191 ss.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. parr. 1.3 ss.

Si è detto che il legislatore europeo che ha regolato i servizi di investimento così come la gestione collettiva ha *preferito* l'organizzazione alla trasparenza: ciò è vero nella misura in cui la trasparenza resta comunque un presidio disponibile (e obbligatorio per l'intermediario) per i clienti ai quali è offerto il servizio di investimento. Così avviene – in via particolare – anche con riferimento al conflitto d'interessi, rispetto al quale l'intermediario può richiedere una generica autorizzazione *ex ante* circa la possibilità di porre in essere operazioni in conflitto oltre che un'autorizzazione specifica nel momento in cui l'operazione in conflitto possa realizzarsi ⁽⁷⁵⁾.

Come si è visto, però, la disciplina della trasparenza (che pure è residuale rispetto all'organizzazione nei servizi di investimento) non trova, nell'ambito gestione collettiva, comunque un possibile ambito di applicazione ⁽⁷⁶⁾: è la natura stessa del rapporto che inibisce del tutto l'esistenza del procedimento autorizzativo costante ⁽⁷⁷⁾.

⁽⁷⁵⁾ Nell'ambito dei servizi d'investimento, l'art. 23, co.2 della MiFID II (oggi recepito nell'art. 21, co. 1-*bis*, lett. *c*), T.u.f.) postula che «quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento a norma dell'articolo 16, paragrafo 3 [che impone di adottare strutture organizzative volte ad evitare che i conflitti d'interesse incidano negativamente sugli interessi del cliente; *ndr*], per impedire conflitti di interesse lesivi degli interessi della propria clientela non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate per mitigare tali rischi». Si rende palese così, secondo A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, cit., 61, la «gerarchia prefigurata dal legislatore comunitario» che privilegia l'organizzazione alla trasparenza.

⁽⁷⁶⁾ Si segnala, infatti, che la disciplina AIFMD, all'art. 14, co. 2, prevede – simmetricamente a quanto previsto in materia di servizi di investimento dalla MiFID (e, per l'effetto, dal T.u.f.) – che «quando le modalità organizzative adottate dal GEFIA per individuare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse non bastano a garantire, con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, il GEFIA *informa chiaramente* gli investitori, prima di agire per conto loro, della natura generale o della fonte dei conflitti di interesse, ed elabora politiche e procedure adeguate [enfasi aggiunta; *ndr*]». Si tratta di una regola di autorizzazione preventiva e non, comunque, di una richiesta di autorizzazione la quale attribuirebbe all'investitore un potente strumento di auto-tutela.

Si segnala, in ogni caso, che la disciplina della comunicazione dei conflitti di interesse, differisce a seconda che il gestore gestisca FIA ovvero OICVM, come si vedrà *ultra*, al par. 1.3.2.

Ammette che le regole in materia di conflitto d'interessi nel contesto della gestione collettiva siano ispirate a quelle previste per i soggetti che prestano servizi di investimento F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, I, Padova, 2005, 303, il quale però precisa che le regole siano state adattate «per tener conto del fatto che, nella gestione “collettiva”, la situazione di conflitto non può essere affrontata ricorrendo al meccanismo della *disclosure* e dell'autorizzazione specificamente rilasciata dall'investitore».

⁽⁷⁷⁾ Di diverso avviso, propone di applicare anche ai gestori i doveri previsti dall'art. 21 T.u.f. che richiedono di informare chiaramente i clienti *prima* di agire per loro conto, F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 207, per il quale la disposizione «potrebbe essere considerata applicabile anche alla gestione collettiva del risparmio, facendola rientrare nell'obbligo

Occorre infine soffermarsi brevemente su di una notazione di carattere letterale del disposto. Il legislatore italiano ha scelto una formulazione potenzialmente differente nel significato da quella del legislatore europeo ma essenzialmente volta – si ritiene – a rendere più chiare le caratteristiche del conflitto d’interesse nel rapporto di gestione. Al dettato europeo di organizzarsi al fine di *evitare* i conflitti ⁽⁷⁸⁾, il Testo Unico richiede che l’organizzazione sia funzionale a *ridurre il rischio* dei medesimi.

Non pare ragionevole ritenere che il legislatore italiano preferisca ridurre (anche se al minimo) i rischi piuttosto che evitare del tutto i conflitti ⁽⁷⁹⁾; neppure può immaginarsi che il fatto stesso che il conflitto di interesse risulti – come appare evidente dalla previsione immediatamente successiva ⁽⁸⁰⁾ – coesistente all’attività possa richiedere un’organizzazione che non sia funzionalmente volta in ogni caso ad eliminare il conflitto. Pare infatti più coerente reputare che con l’espressione «ridurre al minimo» il legislatore voglia soltanto chiarire un carattere della natura del rapporto gestorio, senza tuttavia ridurre l’effettività dell’azione del gestore, la quale deve sempre essere informata all’eliminazione del conflitto.

1.2.3. (Segue) L’equo trattamento degli Oicr gestiti come clausola di salvaguardia dei conflitti.

Il rischio di conflitto d’interesse, secondo quanto demanda il legislatore, dev’essere ridotto al minimo mediante una struttura organizzativa a ciò preposta; «in situazioni di

dei gestori collettivi di “operare con diligenza, correttezza e *trasparenza nell’interesse dei partecipanti ai fondi*». L’A. aggiunge, inoltre, che a questi fini potrebbe soccorrere l’art. 36, co. 3, T.u.f. che dispone che «la Sgr che ha istituito il fondo o la società di gestione che è subentrata nella gestione agiscono in modo indipendente e nell’interesse dei partecipanti al fondo, assumendo verso questi ultimi gli obblighi e le responsabilità del mandatario» che richiama le regole del mandato, secondo le quali «il mandatario è tenuto a rendere note al mandante le circostanze sopravvenute che possono determinare la revoca o la modificazione del mandato» (cfr. art. 1710, co. 2, c.c.). Sul punto si segnala – come si vedrà *ultra* – che la disciplina UCITS e quella AIFM differiscono.

⁽⁷⁸⁾ Cfr. l’art. 12, co. 1, lett. *d*) AIFMD e l’art. 14, co. 1, lett. *d*) della Direttiva UCITS.

⁽⁷⁹⁾ Diversamente – pur con riferimento ai servizi di investimento – G. ALPA, *Commento* sub art. 21, cit., 227.

⁽⁸⁰⁾ Con la quale si prevede che «in situazioni di conflitto» sia assicurato un equo trattamento degli Oicr gestiti (cfr. *ultra* par. 1.3.2.).

conflitto», però, il gestore deve «assicurare comunque un equo trattamento degli Oicr gestiti»⁽⁸¹⁾.

L'elemento di maggior rilievo del disposto è da rinvenirsi nell'esplicito riconoscimento da parte del legislatore, che il conflitto d'interesse sia una conseguenza eventuale e ammessa della gestione in monte del patrimonio altrui⁽⁸²⁾: in questo senso indiscutibilmente depone la formulazione «in situazioni di conflitto» che non consente interpretazioni difformi. Si tratta di una clausola generale e residuale, di una “minima garanzia” che impone in ogni situazione di conflitto – anche eventualmente in situazioni non previste dalla politica di gestione del conflitto – di garantire quantomeno l'equo trattamento degli Oicr gestiti.

Del concetto di “equo trattamento” vi sono state diverse interpretazioni⁽⁸³⁾ prevalentemente nel contesto dei servizi di investimento dove, tuttavia, il riferimento è scomparso a seguito del recepimento della MiFID⁽⁸⁴⁾.

L'interpretazione della formulazione esige di considerarla nel più ampio quadro di strategia normativa entro il quale è iscritto: non è possibile – in altre parole – chiarire il significato dell'“equo trattamento” mediante il raffronto con categorie generali.

Si osservi anzitutto che nel contesto del dovere di lealtà si può riconoscere una precisa *consequenzialità* che consente di chiarire il ruolo ed il significato della suddetta formulazione.

⁽⁸¹⁾ Cfr. art. 35-*decies*, co. 1, lett. b), T.u.f.

⁽⁸²⁾ In questi termini R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 646. Rinviene un esplicito riconoscimento da parte del legislatore circa l'ineliminabilità del conflitto d'interesse nella gestione in monte anche G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 615.

⁽⁸³⁾ V., anzitutto, G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare*, cit., 486, che evidenzia l'ambiguità del concetto e lo riconduce essenzialmente a quello della parità di trattamento tra i clienti. V., altresì, G. ALPA, *Commento sub art. 21*, cit., 221 ss. che distingue un'interpretazione «in senso minimale, pleonastico, tale da equipararla [l'equità; ndr] alla *fairness* inglese, ed allora essa è inclusa nella nozione di *correttezza*» da una che consideri l'equità alla stregua di un «“criterio” autonomo» e, propendendo per quest'ultima interpretazione, lo identifica nella parità di trattamento tra tutti gli investitori della medesima categoria. Questa interpretazione non può accettarsi rispetto all'art. 35-*decies* T.u.f., in quanto la parità di trattamento è prevista e oggetto di una differente e autonoma disposizione (art. 35-*decies*, co.1, lett. d), T.u.f., sul quale v. *ultra par.* 1.2.4.).

⁽⁸⁴⁾ Cfr., infatti, l'art. 21, co. 1, lett. c), T.u.f. (prima del decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164 attuativo della MiFID) recava il principio per il quale i soggetti abilitati dovevano «organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento».

Il principio che deve ispirare l'agire del gestore è quello del miglior interesse degli Oicr, dei loro partecipanti e del mercato. La scelta tra interessi confliggenti deve ricadere – secondo il principio generale – su quella più vantaggiosa per tali soggetti; poiché tuttavia i traffici quotidiani di un gestore possono assumere caratteri di rapidità e complessità tali da necessitare procedure idonee, in primo luogo, al riconoscimento dei conflitti d'interesse, al gestore è richiesto di organizzarsi. Infine, poiché nella detta attività il conflitto può essere inatteso e non adeguatamente ponderato dalle politiche di gestione dei conflitti, se si verifica, al gestore è richiesto di trattare equamente gli Oicr gestiti. Posta in questi termini, si comprende che la clausola di chiusura in commento funge da limite ultimo nell'attività del gestore. L'operato, pur in conflitto, non può valicare un certo limite che è da interpretarsi in termini di pregiudizio: se non può essere il *migliore* interesse dell'Oicr, se l'organizzazione non ha potuto evitare il conflitto⁽⁸⁵⁾, si garantisca quantomeno che l'operazione non sia pregiudizievole per l'Oicr⁽⁸⁶⁾. Ciò implica, in altre parole, che il gestore non abusi della fiducia in esso riposta dai partecipanti dell'Oicr e non ponga in essere, pertanto, condotte che privilegino il proprio interesse (o quello di un Oicr specifico) *a discapito* di quello degli Oicr gestiti⁽⁸⁷⁾. Una siffatta ricostruzione sembra avvalorata anche dal fatto che il termine adoperato dal legislatore europeo non richiama tanto l'equità ovvero la parità, bensì piuttosto la correttezza, la *fairness*⁽⁸⁸⁾. L'interpretazione trova conforto altresì nell'indicazione della normativa di rango secondario circa la gestione dei conflitti d'interesse – della quale si dirà *ultra*⁽⁸⁹⁾ – che

⁽⁸⁵⁾ La disciplina europea sul punto non lascia dubbi letteralmente formulando «when they cannot be avoided» (artt. 12, co. 1, lett. *d*) AIFMD e 14, co. 1, lett. *d*) della Direttiva UCITS).

⁽⁸⁶⁾ La detta gradualità pare potersi confermare anche alla luce dell'impiego della locuzione “comunque” che non soltanto vale a richiamare gli altri obblighi fiduciari che gravano sul gestore, ma anche il senso di residualità e di garanzia *minima* che si richiede nella gestione del conflitto d'interessi.

V. sul punto A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., 742, il quale evidenzia che il conflitto d'interessi, al fine di esser giuridicamente rilevante deve (o, a seconda delle tesi, non deve) essere *pregiudizievole* ove, «il termine “pregiudizio” (...) è da intendere non nel senso di danno, nell'accezione in cui la parola viene usata, ad esempio, nell'art. 1223 (...), bensì nel senso di mancato conseguimento dei vantaggi che l'agente sarebbe stato in grado di procurare al *dominus*. Il danno, in altri termini, coincide con la cura mancata o inadeguata dell'interesse del *dominus*».

⁽⁸⁷⁾ In questi termini – pur con riferimento ai servizi d'investimento prima dell'introduzione della MiFID – F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 293 s.

⁽⁸⁸⁾ V., infatti, la AIFMD che dispone, all'art. 12, co. 1, lett. *d*) che i FIA gestiti «are *fairly treated* [enfasi aggiunta; *ndr*]»; così pure prevede l'art. 14, co. 1, lett. *d*) della Direttiva UCITS secondo la quale un gestore «tries do avoid conflicts of interests and, when they cannot be avoided, ensures that the UCITS it manages *are fairly treated* [enfasi aggiunta; *ndr*]».

⁽⁸⁹⁾ V. il par. 1.3.2.

esplicita la portata dell'equo trattamento nell'esigenza di evitare che i conflitti ledano gravemente gli Oicr gestiti e i loro clienti ⁽⁹⁰⁾.

1.2.4. (Segue) La parità di trattamento.

Un breve cenno merita infine l'obbligo, che grava in capo al gestore, di assicurare «la parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti a uno stesso Oicr gestito» ⁽⁹¹⁾. Il riferimento è stato inserito nel T.u.f. a seguito del recepimento della AIFMD ⁽⁹²⁾ ed il suo contenuto è esplicitato dalla normativa di attuazione: da quella, cioè, stabilita «dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, in conformità al diritto dell'Unione europea» ⁽⁹³⁾.

⁽⁹⁰⁾ Cfr. *ultra par.* 1.3.2.

⁽⁹¹⁾ Così dispone l'art. 35-*decies*, co. 1, lett. *d*), T.u.f., nel quale si prevede altresì un'eccezione al detto dovere per i FIA riservati: in relazione a questi, «trattamenti preferenziali nei confronti di uno o più investitori o categorie di investitori sono consentiti» nel rispetto della AIFMD. La deroga si giustifica alla luce delle peculiarità proprie dei fondi alternativi riservati a investitori professionali, ai quali non si applicano molte delle disposizioni che valgono invece per i fondi destinati ad investitori non professionali (cfr., F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 249).

⁽⁹²⁾ La cui formulazione reca: «Member States shall ensure that, at all times, AIFMs: (...) treat all AIF investors fairly. No investor in an AIF shall obtain preferential treatment, unless such preferential treatment is disclosed in the relevant AIF's rules or instruments of incorporation» (art. 12, co. 1, lett. *f*)).

V. *retro*, Capitolo Primo, nt. 63, le considerazioni dei commentatori in ordine all'assenza – prima dell'AIFMD – della parità di trattamento.

⁽⁹³⁾ Per la verità, la normativa regolamentare di Consob sul punto non aggiunge particolare significato a quanto dispone la normativa di rango primario, disponendo che «nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, i gestori: (...) assicurano parità di trattamento a tutti gli investitori di uno stesso OICR gestito e si astengono da comportamenti che possono pregiudicare gli interessi di un OICR a vantaggio di un altro OICR o di un cliente» (cfr. art. 97, co. 1, lett. *d*) del Regolamento Intermediari).

Pare utile in questa sede segnalare – anche alla luce delle ridotte indicazioni sul punto dell'Autorità di vigilanza dei mercati – che l'art. 36, co. 2, T.u.f. richiede alla Banca d'Italia di stabilire i criteri generali per la redazione e il contenuto minimo del regolamento dei fondi comuni non riservati a investitori professionali e, in ossequio a detta delega, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo V, Cap. I, Sez. I, par. 3, definisce i criteri generali mediante i quali redigere il regolamento dei fondi «al fine di tutelare gli interessi dei partecipanti e di assicurare la parità di trattamento tra gli stessi». I criteri sono, in particolare, la *chiarezza*, che consenta «all'investitore la piena e agevole comprensione delle caratteristiche del fondo e delle condizioni contrattuali». A questi fini, il regolamento dev'essere redatto in italiano, in maniera chiara e comprensibile e le clausole non debbono essere ambigue né «frapporre ostacoli alla piena comprensione da parte dei partecipanti delle caratteristiche del prodotto finanziario e delle condizioni contrattuali»; la *completezza*, secondo la quale il regolamento deve regolare in modo completo il rapporto contrattuale e, a questo fine, deve contenere «tutti gli elementi richiesti dalla legge e dalle disposizioni amministrative», restando esclusa «la possibilità di prevedere in altri documenti condizioni diverse o aggiuntive rispetto a quelle previste nel regolamento»; la *sintesi* che, nella redazione del regolamento deve rappresentare il canone al quale il gestore si attiene, evitando di «appesantire il testo del

Si tratta di quello che, nel diritto fiduciario di *common law*, è definito «duty of impartiality» e che deriva dal dovere di lealtà⁽⁹⁴⁾. L'adiacenza con il dovere di lealtà si giustifica in ragione della molteplicità di beneficiari: laddove l'interesse da perseguire non è di un solo beneficiario, il dovere di lealtà impone al fiduciario di non preferire, all'interesse di un fiduciante, quello di un altro. Il fiduciario dev'essere, in altre parole, equidistante dai singoli interessi dei partecipanti al fondo, tra i quali può esservi un conflitto⁽⁹⁵⁾. L'interesse del partecipante al fondo – come si è visto – non può che coincidere con quello degli altri partecipanti, poiché i loro interessi sono, in questo contesto, considerati solo in quanto partecipanti al medesimo progetto di investimento.

1.3 Le norme di rango secondario: l'identificazione e la gestione dei conflitti che impedisca di ledere gravemente gli Oicr e i loro clienti.

Le disposizioni di cui ci si è fin qui occupati costituiscono i principi fiduciari che informano l'agire del gestore. Essi sono, come si è visto, per lo più clausole generali e astratte formole la cui applicazione concreta può apparire assai distante. La disciplina sul dovere di lealtà e, più in particolare, del conflitto d'interesse si perfeziona ed integra attraverso la normativa di rango secondario contenuta nel Regolamento Intermediari⁽⁹⁶⁾

regolamento con la riproduzione di disposizioni di legge o amministrative e/o con la duplicazione di informazioni»; la *coerenza* che deve riguardare complessivamente le disposizioni del fondo «(oggetto, politica di investimento, natura degli investitori cui esso è rivolto, regime delle spese, ripartizione dei proventi e, in generale, tutte le modalità di funzionamento)».

⁽⁹⁴⁾ Più precisamente, il *duty of impartiality* nasce nel *trust* come regolamentazione del conflitto d'interesse che sorge in casi eccezionali nei quali la *sole interest rule* non riesce del tutto a raggiungere il proprio obiettivo che categoricamente vieta il conflitto. Nasce, più in particolare, per i beneficiari *successivi* del *trust*. Cfr., J.H. LANGBEIN, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty*, cit., 939, spec. nt. 22, ove anche riferimenti all'origine del dovere nella legislazione ERISA le cui regole non coincidono con quelle della *trust law* e, pertanto, il *duty of impartiality* è stato ricavato dalle Corti dal *duty of loyalty*.

⁽⁹⁵⁾ Tra i conflitti che possono sorgere tra partecipanti del medesimo fondo – che ha, quindi, il medesimo programma di investimento, può esservi quello che riguarda il periodo di rendimento, in quanto è possibile che alcuni partecipanti al fondo possano avere interesse a detenere le quote del fondo; cfr., sul punto, l'analisi di S. LYDENBERG, *Reason, Rationality, and Fiduciary Duty*, in *J. Bus. Ethics*, 2014, 375.

⁽⁹⁶⁾ La normativa era precedentemente disposta dal Regolamento della Banca d'Italia e della Consob ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis* del Testo Unico della Finanza (c.d. "Regolamento Congiunto") le disposizioni del quale cessano di trovare applicazione in ragione della nuova potestà regolamentare non più congiunta. La ripartizione regolamentare dell'art. 6 T.u.f., è stata infatti riorganizzata mediante il Decreto Legislativo 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della Direttiva MiFID II; ne è risultato un quadro nel quale la

e da quella da esso richiamata ad integrazione, di matrice europea ⁽⁹⁷⁾. Al pari del previgente Regolamento Congiunto ⁽⁹⁸⁾, il Regolamento Intermediari dispone che i conflitti di interesse siano «a) identificati; b) gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti e i loro clienti» ⁽⁹⁹⁾. Nel disposto si trova un'ulteriore conferma di quanto si era già riscontrato nella struttura definita dai principi generali: il conflitto è considerato dal legislatore (in certi casi) ineliminabile e il gestore deve porre in essere idonee strutture organizzative al fine di gestire il conflitto di talché non leda gravemente l'Oicr gestito e il cliente ⁽¹⁰⁰⁾.

In questo contesto, dove, cioè, il conflitto è «gestito» in quanto identificato, la grave lesione dell'Oicr (e del cliente) rappresenta il limite alla luce del quale può essere letto il canone dell'equo trattamento del quale si è appena detto. In altre parole, la normativa di rango secondario individua il limite ultimo della gestione del conflitto d'interesse fornendo un significato più concreto alla clausola generale dell'equo trattamento.

ripartizione, per quanto qui rileva, riserva a Consob la competenza a disciplinare con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di «prestazione dei servizi e delle attività di investimento e di gestione collettiva del risparmio, relativi: (...) alla gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti» (cfr. art. 6, co. 2, lett. b-bis), n. 6).

⁽⁹⁷⁾ Nell'ambito della gestione dei conflitti di interesse il Regolamento Intermediari richiama e rimanda – ai fini di integrare le regole che esso stesso detta – il Regolamento delegato 231/2013 il quale, pur rappresentando fonte di rango primario, verrà analizzato nel presente paragrafo in quanto funzionale all'analisi delle disposizioni del Regolamento Intermediari. Sottolinea che il Regolamento delegato è «assai articolato e pervasivo» e «si sostituisce a larga parte della disciplina domestica», F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 209.

Si segnala altresì che il Regolamento delegato 231/2013 sarebbe di per sé applicabile ai soli gestori di FIA, ma per via del richiamo del Regolamento Intermediari si rende applicabile ai gestori di FIA e anche di OICVM. Sul punto, v., R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 645, spec. nt. 66.

Precisa, sul punto, che in sede di recepimento il legislatore italiano ha ritenuto di estendere molte disposizioni della AIFMD anche ai gestori di OICVM al fine di «evitare disallineamenti tra le diverse categorie di gestori di OICR» pur non essendo «quella che risulta prevalente in altri Stati europei, e che finisce – quantomeno allo stato – per sottoporre i gestori di OICR non alternativi a regole più pervasive di quelle imposte dalla disciplina europea», F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 209.

⁽⁹⁸⁾ Cfr. art. 46, co. 3, Regolamento Congiunto.

⁽⁹⁹⁾ Cfr. art. 115, co. 3, Regolamento Intermediari.

⁽¹⁰⁰⁾ In questi termini – pur sulla base della (identica) disposizione del Regolamento Congiunto – G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, cit., 494.

1.3.1. L'identificazione del conflitto: il gestore come centro d'interessi complessi.

Il disposto in commento ⁽¹⁰¹⁾ riconosce, con riferimento ai conflitti d'interesse, due momenti: l'identificazione del conflitto e la – necessariamente successiva – gestione del medesimo ⁽¹⁰²⁾.

A questi fini il Regolamento Intermediari individua tanto i *soggetti* gli interessi dei quali possono entrare in conflitto, quanto i *tipi* di conflitto d'interesse rilevanti ai fini della loro ascrivibilità alla disciplina.

Rispetto al primo profilo, gli interessi che vengono in rilievo sono idealmente tutti gli interessi che gravitano attorno al gestore. Assumono significato infatti non soltanto gli interessi del gestore (in quanto soggetto autonomo portatore di interessi), ma anche quelli dei suoi soggetti rilevanti «o qualsiasi persona o entità avente stretti legami con il gestore o un soggetto rilevante» che entrino in conflitto con quelli dell'Oicr gestito o quelli dei partecipanti. Assumono interesse ai fini della disciplina anche i conflitti tra gli interessi dell'Oicr (o dei suoi partecipanti) e gli interessi di un altro cliente del gestore, ovvero infine tra «interessi di due o più clienti del gestore» ⁽¹⁰³⁾.

Non sono soltanto gli interessi del gestore (e di soggetti ad esso riferibili) a poter entrare in conflitto con quelli degli Oicr e dei partecipanti: il legislatore riconosce anche una potenziale conflittualità tra gli interessi di un Oicr (o dei suoi partecipanti) con quelli di altri Oicr o dei loro partecipanti.

Come emerge da quanto si è appena riportato, ai fini di un'adeguata identificazione dei conflitti non rileva soltanto il rapporto tra il gestore e i suoi soggetti rilevanti, bensì il complesso di attività e strutture cui il gestore fa capo o del quale è parte.

⁽¹⁰¹⁾ Cfr. art. 115, co. 3, Regolamento Intermediari, che testualmente reca: «[i] conflitti di interesse di cui al comma 1 sono: *a)* identificati; *b)* gestiti tramite idonee misure organizzative in modo da evitare che tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti e i loro clienti».

⁽¹⁰²⁾ Dei due distinti momenti tiene conto altresì la politica di gestione dei conflitti ai sensi del Regolamento delegato 231/2013: «la politica di gestione dei conflitti (...) include quanto segue: *a)* l'individuazione (...) delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori; *b)* le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare tali conflitti» (cfr. art. 31, co. 2).

⁽¹⁰³⁾ Cfr. art. 115, co. 1, lett. *a)*, *b)*, *c)* e *d)*.

Il gestore potrebbe infatti far parte di un gruppo ⁽¹⁰⁴⁾, con l'effetto che in tal caso dovrebbero tenersi in considerazione anche i rapporti di partecipazione e gli assetti proprietari. Ciò che importa è che il gestore – o un soggetto rilevante dello stesso – può essere portatore di interessi per suo conto ovvero in considerazione della partecipazione ad un centro di interessi più ampio e complesso rappresentato da controllate e controllanti ⁽¹⁰⁵⁾. Il gestore potrebbe, peraltro, pure prestare, in aggiunta a quello di gestione collettiva, anche il servizio di investimento. È rispetto a quest'ultimo elemento, infatti, che rileva il sopracitato riferimento al «cliente» in contrapposizione agli interessi dell'Oicr o dei partecipanti allo stesso.

Alla struttura del gestore fa riferimento l'art. 114 del Regolamento Intermediari che rinvia all'art. 63 del Regolamento delegato 231/2013, mediante il quale si regolano le operazioni poste in essere dal personale del gestore che possano confliggere e andare a detrimento dei Fia o dei suoi partecipanti ⁽¹⁰⁶⁾.

Dal quadro che si è rappresentato emerge chiaramente che il legislatore ha considerato, ai fini dell'individuazione dei potenziali conflitti d'interesse, tanto gli *assetti proprietari* del gestore, quanto la *catena* organizzativa mediante la quale esso si articola.

Ad opera del rinvio dell'art. 115, co. 2 del Regolamento Intermediari, i *tipi* di conflitto rilevanti sono definiti dall'art. 30 del Regolamento delegato 231/2013.

Questi sono ascrivibili a situazioni in cui «il GEFIA stesso, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto, con il GEFIA» può realizzare un guadagno a scapito del fondo e dei suoi investitori ovvero ha incentivi (finanziari o di altra natura) a privilegiare interessi di altri soggetti, rispetto agli interessi del fondo ⁽¹⁰⁷⁾.

⁽¹⁰⁴⁾ Cfr., sul punto, l'art. 31 del Regolamento delegato 231/2013 il quale, con riferimento alla politica di gestione del conflitto, stabilisce che «qualora il GEFIA appartenga ad un gruppo, tale politica tiene conto anche delle circostanze, di cui il GEFIA è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo».

⁽¹⁰⁵⁾ Il tema è stato per lo più studiato con riferimento all'esercizio dei diritti di voto e ai conflitti che possono ostacolare lo *stewardship*. Sul punto si tornerà *ultra*, par. 2.

⁽¹⁰⁶⁾ Si tratta di operazioni in strumenti finanziari che potrebbero essere poste in essere mediante l'abuso di informazioni privilegiate, operazioni in conflitto con gli obblighi che incombono sul gestore e così via.

⁽¹⁰⁷⁾ Più nello specifico, la situazioni che possono rilevare ai fini dei conflitti di interesse sono quelle nelle quali «a) è probabile che [il gestore; ndr] realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del FIA o dei suoi investitori; b) ha un interesse distinto da quello del FIA nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del FIA o dei suoi investitori o di un cliente o

Sussiste, in via generale, un conflitto quando possa esservi un potenziale beneficio economico *ulteriore* per il gestore rispetto a quanto gli spetta a titolo di remunerazione per il servizio prestato.

Le situazioni elencate dall'art. 30 del Regolamento delegato 231/2013 divengono rilevanti anche quando il realizzarsi del conflitto è solamente potenziale e il danno rappresenta un rischio per gli Oicr e i relativi investitori ⁽¹⁰⁸⁾. Se sussistono gli elementi indicati dalla norma, la circostanza dev'essere qualificata, individuata e gestita.

1.3.2. La gestione dei conflitti.

Come si è visto, i conflitti di interesse sono «identificati» e, successivamente, «gestiti tramite idonee misure organizzative in modo tale che tali conflitti possano ledere gravemente uno o più OICR gestiti e i loro clienti» ⁽¹⁰⁹⁾.

La grave lesione rappresenta, in termini concreti, ciò che prescrive la clausola residuale dell'equo trattamento; ci si può pertanto concentrare sui profili procedurali tenendo a mente, tuttavia, che quest'ultima assume, per i profili detti, il criterio informatore.

La gestione dei conflitti si realizza, in primo luogo, nell'obbligo in capo al gestore di redigere una politica di gestione dedicata.

Quest'ultima, seguendo l'interpretazione per la quale vi è una gradualità nella gestione del conflitto di interessi (in senso lato), è elaborata non soltanto al fine di evitare i conflitti (che resta comunque l'obiettivo primario tra quelli da perseguire), bensì anche di gestirli una volta che siano stati identificati e riconosciuti come esistenti.

Le procedure e le misure per la prevenzione e la gestione dei conflitti sono regolate – ancora una volta a norma del richiamo operato dal Regolamento Intermediari – dal

dell'operazione realizzata per conto del FIA o di un cliente; c) ha un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare: gli interessi di un OICVM, di un cliente o di un gruppo di clienti o di un altro FIA rispetto agli interessi del FIA, gli interessi di un investitore rispetto agli interessi di un altro investitore o gruppo di investitori dello stesso FIA; d) esegue le stesse attività per il FIA e per un altro FIA, un OICVM o un cliente; o e) riceve o riceverà da una persona diversa dal FIA o dai suoi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione collettiva di portafogli fornite al FIA, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio».

⁽¹⁰⁸⁾ In questi termini si esprime G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, cit., 497.

⁽¹⁰⁹⁾ Cfr. art. 115, co. 3, Regolamento Intermediari.

Regolamento delegato 231/2013 che ne stabilisce immediatamente il principale criterio organizzativo: sono l'autonomia e la discrezionalità del gestore a definire la politica di gestione del conflitto più adeguata al proprio modello di impresa ⁽¹¹⁰⁾. Il co. 2 dell'art. 33 del Regolamento delegato 231/2013 prevede un'elencazione – non tassativa né esaustiva – di procedure suggerite affinché il Gefia possa agire con il grado di indipendenza richiesto ⁽¹¹¹⁾. Con riferimento alle procedure, l'unico criterio generale che il legislatore esplicita è quello di mantenere un adeguato grado di indipendenza tra i soggetti che svolgono attività professionali che «comportano un rischio di conflitto di interesse» ⁽¹¹²⁾.

Le politiche, precisa il legislatore europeo, debbono prevenire (se possibile) i conflitti, gestirli e monitorarli. A quest'ultimo fine è richiesta la tenuta di un registro che viene aggiornato periodicamente, nel quale sono riportate le attività svolte per le quali sia sorto (ovvero, se l'attività è in corso, possa sorgere) un conflitto di interesse che comporti un «rischio significativo di danno agli interessi di uno o più Fia o dei suoi investitori» ⁽¹¹³⁾.

Assunta l'inevitabilità – in termini assoluti – dei conflitti, il legislatore prende in considerazione l'eventualità nella quale le misure adottate per gestirli e prevenirli non siano adeguate: in ossequio ai principi di *etero-tutela* dei quali si è detto ⁽¹¹⁴⁾, viene informata l'alta dirigenza ovvero un altro organo interno del gestore affinché possa adottare decisioni e misure necessarie a che il gestore agisca nel miglior interesse del fondo e degli investitori.

⁽¹¹⁰⁾ L'art. 31 del Regolamento delegato 231/2013 testualmente stabilisce che «il GEFIA istituisce, attua e applica un'efficace politica di gestione dei conflitti di interessi. Tale politica è formulata per iscritto ed è adeguata alla dimensione e all'organizzazione del GEFIA e alla natura, alla scala e alla complessità della sua attività». Così anche G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, cit., 499.

⁽¹¹¹⁾ Si tratta di procedure: per impedire lo scambio di informazioni tra soggetti che possano comportare un rischio di conflitto di interesse quando lo scambio di informazioni possa ledere gli interessi di un FIA o di un suo investitore; volte ad eliminare ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti che esercitano un'attività e quella di soggetti che ne esercitano un'altra, nel caso in cui possa sorgere un conflitto d'interesse in relazione a dette attività; che mirano ad impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita da parte di qualsiasi persona sul modo in cui un soggetto rilevante svolge le attività di gestione collettiva di portafogli, e così via.

⁽¹¹²⁾ Cfr. art. 33, co. 1, Regolamento delegato 231/2013.

⁽¹¹³⁾ Così dispone l'art. 35 del Regolamento delegato 231/2013, nel quale si prevede, altresì, che l'alta dirigenza riceva «frequentemente, almeno una volta all'anno» relazioni scritte sulle attività di conflitto potenziale o concreto.

⁽¹¹⁴⁾ Cfr., su questo specifico punto, R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 647.

Si tenga presente che sul punto si rinvia – a quanto consta – l'unica differenziazione disciplinare di rilievo, tra gestori di fondi diversi, nella regolamentazione secondaria ⁽¹¹⁵⁾.

I gestori di Oicvm rendono disponibile ai partecipanti il fondo, ai sensi dell'art. 116 del Regolamento Intermediari, un'informativa sulle situazioni in conflitto di interesse, illustrando quale sia stata la decisione assunta dagli organi competenti e la relativa motivazione. Ai gestori di Fia si applica, invece, senza necessità di richiami in ragione della diretta applicazione, il Regolamento delegato 231/2013 a mente del quale i partecipanti sono informati *prima* di agire per loro conto.

La differenza è giustificabile dall'esigenza di non estendere ai gestori di Oicvm una disciplina che non soltanto non è loro applicabile (non sarebbe loro applicabile neppure il Regolamento delegato 231/2013 che invece opera in virtù del richiamo del Regolamento Intermediari) ma è altresì maggiormente gravosa. Per gli Oicvm la *disclosure* è soltanto *ex post* e riguarda le situazioni per le quali è stata trasmessa un'informativa all'alta dirigenza ⁽¹¹⁶⁾. Diversamente, il gestore di Fia ha un obbligo di comunicazione anche *ex ante*: prima, cioè, di operare in conflitto ⁽¹¹⁷⁾.

Si tratta – in entrambi i casi – di uno strumento di *etero-tutela* (non trattandosi, infatti, di un procedimento di natura autorizzativa assimilabile a quello operante nei

⁽¹¹⁵⁾ Differenziazione riscontrabile pure nel previgente Regolamento Congiunto il quale regolava, all'art. 47, soltanto la comunicazione dei conflitti ai gestori di Oicvm.

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. art. 20, co. 2, Direttiva 2010/43/UE della Commissione, del 1 luglio 2010, recante modalità di esecuzione della direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, le regole di condotta, la gestione del rischio e il contenuto dell'accordo tra il depositario e la società di gestione, secondo il quale «qualora le disposizioni organizzative o amministrative adottate dalla società di gestione per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti a prevenire, con ragionevole certezza, i rischi di danni agli interessi dell'OICVM o dei relativi detentori di quote, l'alta dirigenza o un altro organo interno competente della società di gestione venga immediatamente informato affinché possa adottare ogni decisione necessaria per assicurare che in ogni caso la società di gestione agisca nel miglior interesse dell'OICVM e dei relativi detentori di quote». La previsione non differisce da quella di cui all'art. 34 del Regolamento delegato 231/2013, nel quadro del quale si inserisce, tuttavia, anche la comunicazione preventiva di cui all'art. 36.

⁽¹¹⁷⁾ In ossequio all'art. 14, co. 2 della AIFMD, se le modalità organizzative adottate dal Gefia non sono state sufficienti a garantire «con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, il GEFIA informa chiaramente gli investitori, prima di agire per conto loro, della natura generale o della fonte dei conflitti di interesse, ed elabora politiche e procedure adeguate». Le modalità mediante le quali debbono essere comunicati i conflitti sono esplicitate dall'art. 36 del Regolamento delegato 231/2013.

servizi di investimento) e comunque residuale rispetto alle regole organizzative che «rappresentano il presidio prioritario nella prospettiva della tutela degli investitori» ⁽¹¹⁸⁾.

L'articolato quadro che emerge si compone di numerosi contenuti prescrittivi che potrebbero convincere della agilità con la quale il gestore possa adeguare il proprio operato alla disciplina. In verità, l'applicazione delle suddette regole non è del tutto agevole soprattutto quando il gestore è parte di un vasto gruppo internazionale del quale fanno parte, eventualmente, anche società quotate, partecipate, controllanti, ovvero lo sia il gestore stesso ⁽¹¹⁹⁾.

1.4. L'autodisciplina: Il Protocollo della Assogestioni.

Tanto in ragione delle difficoltà nell'applicazione della normativa di settore, quanto per l'impianto spiccatamente discrezionale circa l'elaborazione delle politiche di gestione del conflitto, l'associazione di categoria ha predisposto raccomandazioni – di natura autoregolamentare ⁽¹²⁰⁾ – di stampo marcatamente operativo ⁽¹²¹⁾. Ferma restando la scelta discrezionale rispetto alle politiche di gestione dei conflitti, il Protocollo elaborato

⁽¹¹⁸⁾ Così G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, cit., 503.

⁽¹¹⁹⁾ Fanno notare, in proposito, R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 647, che la disciplina si arricchirebbe delle ulteriori disposizioni dettate in materia di parti correlate (di cui all'art. 2391-bis c.c. e dal Regolamento Consob n. 17221/2010).

⁽¹²⁰⁾ Si segnala, tuttavia, che il Consiglio direttivo della Assogestioni stabilisce, ai sensi dell'art. 5, co. 2, dello Statuto della Assogestioni, le modalità mediante le quali le associate diano pubblicità dell'adozione del Protocollo in oggetto. In aggiunta, un Comitato per l'autoregolamentazione interno al suddetto Consiglio direttivo della Assogestioni «ha il compito di monitorare l'adempimento da parte delle Associate degli obblighi derivanti dalla adesione al Protocollo di Autonomia e, in caso di inadempimento, può irrogare una sanzione di censura nonché darne pubblica notizia» (cfr. art. 5, co. 3, dello Statuto della Assogestioni).

Se ne deduce che, pur nella sua forma di *comply or explain* e quindi di natura decisamente facoltativa, il Protocollo – così come pure le altre forme di autoregolamentazione della Assogestioni – prevedono una forma di *enforcement* qualora non vengano correttamente eseguite.

⁽¹²¹⁾ La scelta di formulare il protocollo di autonomia nasce, tanto per via delle mutate cornici normative e quindi «è articolato in una serie di raccomandazioni funzionali a una corretta applicazione della disciplina di fonte primaria e secondaria in tema di conflitti di interessi» sia dall'esigenza di «rafforzare l'autonomia decisionale e imprenditoriale della SGR all'interno del gruppo di appartenenza»: cfr. ASSOGESTIONI, *Relazione introduttiva*, in *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interessi*, 2014, 4 e s.

Ritengono che «l'esigenza di creare un tale Protocollo (...) appaia[no] di per sé rivelatric[e] della delicatezza della tematica e dell'alto livello di attenzione che ad essa viene dedicato» R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 648.

fornisce indicazioni precise, prendendo in considerazione soprattutto le complessità e la scala dell'attività del gestore ⁽¹²²⁾.

Il Protocollo individua anzitutto – diversamente dalla normativa primaria o secondaria che non raggiunge questo livello di dettaglio – tre distinti momenti nei quali, più comunemente, possono sorgere conflitti di interesse: (i) la selezione degli investimenti; (ii) la scelta delle controparti e (iii) l'esercizio del diritto di voto. La suddivisione attraversa l'autodisciplina del Protocollo, che distingue le raccomandazioni a seconda del momento cui fanno riferimento ⁽¹²³⁾.

Identifica, altresì, *quali* possano essere le attività che, se svolte dal medesimo gestore, possono importare l'emergere di conflitti ⁽¹²⁴⁾.

In conclusione, le previsioni del Protocollo hanno contenuti rivolti tanto all'organizzazione interna del gestore – che riguardano l'individuazione degli organi e delle funzioni che debbono adoperarsi nella gestione dei conflitti, nell'ambito delle quali un ruolo particolarmente di rilievo lo assume l'amministratore indipendente ⁽¹²⁵⁾ – tanto alla correttezza delle procedure per la gestione dei conflitti di interesse. In punto di trasparenza e di informativa ai clienti qualora il conflitto di interesse non sia neutralizzabile, il Protocollo – che può applicarsi ai gestori a prescindere dal tipo di fondo gestito – prevede di sottoporre la circostanza all'organo con funzione di supervisione

⁽¹²²⁾ Particolare rilievo viene attribuito, infatti, alla partecipazione ad un gruppo: cfr. l'art 7, co. 2, lett. c) che richiede che le misure organizzative garantiscano «che i soggetti rilevanti impegnati in diverse attività che implicano un conflitto di interessi svolgano tali attività con un grado di indipendenza proporzionato alle dimensioni e alle attività della Società e del gruppo»

art. 8.3. sul cumulo delle funzioni che «al fine di assicurare autonomia operativa e indipendenza decisionale alla Società» impedisce ai componenti dell'organo con funzione di supervisione strategica e quello con funzione di gestione (nonché al direttore generale e coloro che sono titolari di deleghe operative) di assumere determinate cariche (di rilievo) nelle società del gruppo che prestano servizi di banca depositaria in favore dei patrimoni gestiti, servizi di negoziazione per conto proprio e così via.

⁽¹²³⁾ Cfr. ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia*, cit., art. 9.1., che riguarda la selezione degli investimenti; art. 9.2. che regola la procedura nella scelta delle controparti contrattuali ed, infine, l'art. 9.3., che si occupa della procedura per la gestione dei conflitti nell'esercizio dei diritti di voto.

⁽¹²⁴⁾ Cfr. art. 4, co. 3, ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia*, cit., che richiede di prestare attenzione «all'ipotesi in cui la stessa Società o società del gruppo svolgano *due o più* delle seguenti attività: a) gestione collettiva; b) gestione di portafogli; c) consulenza in materia di investimenti; d) commercializzazione di quote o azioni di OICR di terzi; e) ricerca in materia di investimenti; f) negoziazione per conto proprio; g) sottoscrizione e collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente [enfasi aggiunta; ndr]».

⁽¹²⁵⁾ Cfr. art. 8.2, ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia*, cit. e, l'approfondimento sul punto di M. MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia"*, cit., 89 ss.

strategica al fine di adottare – sentito il parere dei consiglieri indipendenti – le delibere necessarie ad assicurare che gli Oicr siano trattati equamente (in coerenza con la disciplina prevista per gli Oicvm di cui si è detto).

2. Il dovere di lealtà nell'esercizio del diritto di voto. Impossibilità di valutare il dovere di lealtà con riferimento alla singola adunanza: la preminenza della strategia rispetto al singolo voto.

Nell'articolo 35-*decies* T.u.f., rubricato «Regole di comportamento e diritto di voto», il legislatore si occupa dell'esercizio dei diritti di voto per conto dei propri clienti. Sul merito dell'esercizio di voto come parte di un dovere organizzativo del gestore nei confronti dei propri clienti si indagherà nel prosieguo ⁽¹²⁶⁾; nella parte, cioè, che si occupa dei doveri organizzativi del gestore nei confronti dei propri clienti. Ci si limita in questa sede a definire come si esplica e quali sono i limiti del dovere di lealtà nell'esercizio del diritto di voto.

Come è noto, nella gestione collettiva – e a differenza di quella individuale – il cliente del gestore non è il titolare dello strumento finanziario nel quale il gestore investe e non esercita, pertanto, i diritti amministrativi ad esso connessi. Si spiega così la ragione per la quale il conflitto d'interesse è tema particolarmente delicato in detto contesto: il diritto di voto è necessariamente esercitato da un soggetto che non è quello nell'interesse del quale detto diritto si esercita ⁽¹²⁷⁾.

L'istituzionalizzazione della funzione del gestore è formalmente stabilita dall'art. 35-*decies*, co. 1, lett. e), il quale reca che i gestori «provvedono, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti, salvo diversa disposizione di legge» ⁽¹²⁸⁾. Ne consegue che l'esercizio,

⁽¹²⁶⁾ Cfr. *ultra*, Capitolo terzo, par.2.2.

⁽¹²⁷⁾ Per tutti, nella letteratura interna, v. M. STELLA RICHTER jr, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di R. Lener - E. Gabrielli, Torino, 2010, 791 ss., nonché ID., *Intervento e voto*, cit., 437 ss. Nella letteratura nordamericana – ove il fenomeno è stato più studiato in ragione della precedente emersione – v., R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., 863 ss. e, più di recente, L.A. BEBCHUCK - A. COHEN - S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *J. of Ec. Perspectives*, 2017, 89 ss.

⁽¹²⁸⁾ Il disposto non si discosta particolarmente dalla formulazione della l. 77/1983 la quale, all'art. 4, che prevedeva che «la società di gestione provvede nell'interesse dei partecipanti (...) all'esercizio dei

da parte della Sgr, del diritto di voto è un'attribuzione legislativa e non negoziale (e, per l'effetto, non è liberamente disponibile) ⁽¹²⁹⁾.

Ciò che rileva particolarmente ai fini dell'indagine è, però, il carattere non libero bensì vincolato dell'esercizio del diritto di voto. Questo infatti dev'essere operato «nell'interesse dei partecipanti» ⁽¹³⁰⁾. Se è vero – come si è visto – che l'interesse dei partecipanti (che sia il migliore o il solo) ⁽¹³¹⁾ non trova una definizione normativa, si è pure visto che questo dev'essere interpretato come l'accrescimento del valore dell'investimento del partecipante il fondo nell'aderenza e rispetto delle previsioni disposte dal regolamento del fondo ⁽¹³²⁾.

Necessita un chiarimento, però, il significato che assume la locuzione «interesse dei partecipanti» quando è letta in rapporto all'esercizio del diritto di voto. Sembra legittimo chiedersi, in altre parole, se incomba sul gestore, in ossequio al rispetto del suo generale dovere di lealtà, l'obbligo di valutare, perseguire ed esercitare – mediante il voto – l'interesse dei clienti per ogni singola delibera assembleare. Al riguardo pare doversi offrire risposta negativa.

In particolare, è dubbio che l'interesse del cliente sia misurabile e valutabile per ogni singolo argomento posto sull'agenda di un'adunanza assembleare ⁽¹³³⁾. Sembra infatti irrealistico ritenere che le aspettative che il risparmiatore nutre con riferimento

diritti inerenti ai valori mobiliari», che pur risulta più ampia, riferendosi genericamente ai «diritti inerenti ai valori mobiliari», mentre il legislatore del Testo Unico ha circoscritto l'ambito di applicazione della norma all'esercizio dei diritti di voto.

⁽¹²⁹⁾ Sul fatto che la società di gestione non operi per conto dei partecipanti o come loro mandataria, ma faccia esercizio di un diritto proprio, v. A. LENER, *Commento sub art. 4 della legge n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, 421.

⁽¹³⁰⁾ Così V. TROIANO, *Sub art. 40*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Padova, 1998, 419, il quale sottolinea altresì che pur non essendo libero, il legislatore non precisa quale sia l'interesse che vincola l'espressione del diritto di voto, da chi venga selezionato tra i possibili interessi astrattamente riconducibili ai partecipanti dei fondi ed, infine, di quali strumenti siano dotati i partecipanti nell'eventualità in cui l'interesse non venga rispettato.

⁽¹³¹⁾ In questo caso, l'esercizio del voto dev'essere «a esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori»: cfr. art. 37, co. 1, Regolamento delegato 231/2013 che può ritenersi applicabile anche ai gestori di Oicvm in ragione del richiamo da parte dell'art. 112 del Regolamento Intermediari.

⁽¹³²⁾ M. SEPE, *Risparmio gestito*, Bari, 2000, 214.

⁽¹³³⁾ Sembra, invece, di questo avviso, M. SEPE, *Risparmio gestito*, cit., 214, secondo il quale «la SGR dovrà decidere di intervenire e votare a favore o contro le deliberazioni proposte cercando di incrementare, mediante l'esercizio dei diritti amministrativi a lei riconosciuti, il valore della quota del fondo». Così pare anche F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, cit., 219.

all'incremento della sua quota di partecipazione siano strettamente connesse alla singola delibera assembleare di *una* società partecipata ⁽¹³⁴⁾. È piuttosto l'andamento complessivo dei diversi titoli che determina (o meno) il soddisfacimento dell'interesse dei partecipanti ⁽¹³⁵⁾.

L'interpretazione negativa trova conferma anche nella disciplina del legislatore europeo che, infatti, non regola il comportamento del gestore rispetto alla singola adunanza, mirando piuttosto a far sì che il gestore adotti *strategie* di voto compatibili con il proprio dovere di lealtà. In questo contesto rileva l'art. 37 del Regolamento delegato 231/2013 che stabilisce il principio generale secondo il quale il gestore discrezionalmente «elabora strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto detenuti nel portafoglio del FIA gestito, a esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori» ⁽¹³⁶⁾. Di là della libertà concessa ai gestori circa la determinazione del momento e della modalità con la quale esercitare il voto, il principio che si conferma è quello di agire nell'*esclusivo* interesse del fondo gestito e dei suoi partecipanti. La formulazione del legislatore europeo sembra, peraltro, avvicinarsi più al concetto di *solo* interesse piuttosto che a quello di *migliore* interesse, con le possibili conseguenze che ne derivano. Basti, per il momento, ricordare che, in linea generale, l'esercizio del voto nell'esclusivo interesse dei propri clienti importerebbe di escludere la presa in considerazione di interessi altri – compreso eventualmente quello della società partecipata ⁽¹³⁷⁾ – non tanto perché potenzialmente confliggenti, bensì per la sola ragione che sono “altri”.

Il Regolamento enuclea altresì il contenuto minimo che dette strategie debbono includere, precisando che queste definiscono procedure e misure volte a: monitorare le operazioni sul capitale; assicurare che i diritti di voto siano esercitati in maniera conforme

⁽¹³⁴⁾ Così anche V. TROIANO, Sub *art. 40*, cit., 419, per il quale «non appare credibile poter enucleare uno specifico interesse dei partecipanti con riferimento alla sorte di una o più delle società i cui titoli *pro parte* compongono il fondo comune; piuttosto l'interesse è riferibile alla quota di propria pertinenza».

⁽¹³⁵⁾ Secondo l'efficace definizione di L. ENRIQUES - A. ROMANO, *Rewiring Corporate Law for an Interconnected World*, in *Arizona L. Rev.*, 2022, 51 ss., e secondo la prospettiva della società partecipata, gli investitori istituzionali sono *Portfolio Value Maximizers*, mentre i soci che investono in una società soltanto sono *Firm Value Maximizers*.

⁽¹³⁶⁾ Si prende in considerazione il Regolamento delegato 231/2013 in quanto richiamato dal Regolamento Intermediari e applicabile – come detto – anche ai gestori di Oicvm; si segnala, comunque, che la formulazione dell'art. 21 della Direttiva 2010/43/UE non si discosta da quanto previsto dal Regolamento delegato 231/2013.

⁽¹³⁷⁾ Sul quale v. la Sezione II del Capitolo Primo.

rispetto agli obiettivi dettati dalla politica di investimento; prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto. Il conflitto d'interessi assume in questo senso rilevanza *specificata* rispetto all'esercizio del voto. Ne discende quindi che le procedure per la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse di cui all'art. 33 del Regolamento delegato 231/2013 possano anche non contenere disposizioni distinte circa la gestione dei conflitti nell'esercizio del voto, fermo restando che queste debbono risultare dalle strategie per l'esercizio dei diritti di voto di cui al successivo art. 37.

Questo approccio regolamentare si conferma, coerentemente con la strategia normativa adottata in generale rispetto al conflitto di interessi, di natura organizzativa piuttosto che prescrittiva o basata sulla trasparenza ⁽¹³⁸⁾.

Nello stesso senso dispone il Protocollo di autonomia della Assogestioni il quale, oltre a ribadire che i gestori assumano l'impegno di esercitare i diritti inerenti gli strumenti finanziari nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli Oicr, richiede di adottare una strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari ⁽¹³⁹⁾ della quale è data trasparenza – anche senza l'espressa richiesta dei clienti –.

Se tutto questo è vero, se è vero, cioè, che non è la singola delibera che misura il perseguimento (o meno) dell'interesse del cliente, si rileva che possono esistere dei casi nei quali la deliberazione favorevole rispetto ad uno specifico ordine del giorno di un'assemblea possa risultare coerente con *un tipo* di investimento, ma non con un altro tipo di investimento, entrambi facenti capo alla medesima società di gestione del risparmio. Risulta, infatti, «delicato costruire un interesse “comune” ai diversi fondi gestiti dalla stessa Sgr e quindi assommare il potere di voto immanente alle azioni presenti in quei fondi, stante l'indipendenza che contraddistingue le rispettive strategie di investimento pur con riguardo al medesimo emittente» ⁽¹⁴⁰⁾.

Per fare un esempio concreto, nelle ultime stagioni assembleari si è assistito all'emersione di delibere di natura consultiva che avevano ad oggetto piani di transizione

⁽¹³⁸⁾ Si noti, infatti, che di dette strategie non è data visibilità all'investitore, fatta eccezione per una sintesi e soltanto su richiesta (cfr. art. 37, co. 3, Regolamento delegato 231/2013).

⁽¹³⁹⁾ Il Protocollo di Autonomia fa riferimento all'esercizio dei diritti che resta più ampio rispetto all'esercizio dei diritti di voto, come è invece previsto dal Testo Unico. L'impatto della più ampia formulazione sembra scarso: le strategie di voto pubblicate fanno riferimento unicamente all'esercizio del diritto di voto.

⁽¹⁴⁰⁾ M. MAUGERI, Proxy advisors, *esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., 670.

climatica ⁽¹⁴¹⁾. A prescindere dai discorsi intorno al voto consultivo ⁽¹⁴²⁾; a prescindere, altresì, dalle preoccupazioni dei gestori di attivi sulla concreta possibilità di incidere, con il proprio voto, su materie che siano – per loro natura – afferenti al disegno strategico di pertinenza dell’organo di gestione ⁽¹⁴³⁾, non risulta difficile immaginarsi (in astratto) circostanze nelle quali il gestore di fondi si trovi a dover operare un voto divergente ⁽¹⁴⁴⁾.

⁽¹⁴¹⁾ V. il post di S. MISHRA, *2021 Climate & Voting Review and Global Trends*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2022, reperibile all’indirizzo dell’organizzazione. V., anche P. MARCHETTI, *Il primo caso italiano di “say on climate”*, in *Riv. soc.*, 2022, 648 s.

⁽¹⁴²⁾ Cfr., per tutti, M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d’impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso - V. Cariello - V. Di Cataldo - F. Guerrera - A. Sciarrone Alibrandi, Torino, I, 2014, 819 ss.

⁽¹⁴³⁾ Pare interessante osservare quanto affermato da John Galloway, Global Head of Investment Stewardship di Vanguard, Inc., rispetto alla possibilità di influenzare (con il voto) la strategia della società: «we are (...) therefore concerned when a board puts forward a resolution that is framed as a vote on the company’s strategy, as it could indicate an abdication of the board’s responsibilities and diminish its accountability» (cfr. J. GALLOWAY, *Policy Insights: Say on Climate*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2022, reperibile all’indirizzo dell’organizzazione).

⁽¹⁴⁴⁾ Sul tema, nel nostro ordinamento, si rinvia a P.G. JAEGER, *Il voto “divergente” nella società per azioni*, Milano, 1976; nonché ID., *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, III, Torino, 1994, 461 ss., ove l’A. evidenzia le esigenze pratiche che possono giustificare «l’espressione del voto in senso difforme» (462 s.). Sottolinea P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 962 – pur in una prospettiva che si riferisce al tipo di gestione non in monte – che gli investitori istituzionali possono «frequentemente» avere istruzioni di voto divergenti.

Risulta d’interesse sul punto l’art. 524 della Ley de Sociedades de Capital il quale, recependo lo spunto del Codice di autodisciplina per le società quotate spagnolo (che, per l’effetto, non lo prevede più), esplicita e rende legittimo il voto divergente (o “fraccionado”) nelle società quotate. V., sul punto, la rassegna R. RUSSO, *La riforma del diritto societario spagnolo: un primo profilo*, in *RDS*, 2015, 967 ss. V. anche M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., 42, nt. 187.

V., però, S.J. GRIFFITH, *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, in *Texas L. Rev.*, 2020, 983 ss., ma spec. 989 s., secondo il quale gli investitori istituzionali possano esercitare il voto soltanto se sono in possesso di informazioni rilevanti e sono in grado di assumere un obiettivo comune dei propri clienti. L’A. teorizza, pertanto, che le delibere nelle quali gli investitori istituzionali devono votare sono i *proxy fights* e le operazioni straordinarie in quanto, in entrambi i casi, sono loro fornite informazioni significative ed è possibile presumere quale sia l’interesse comune dei propri clienti. Non dovrebbero, invece, secondo l’A., esercitare il voto su questioni legate alla sostenibilità ambientale e sociale nonché sulla *governance*. Con riferimento alla sostenibilità ambientale e sociale, in ragione del fatto che non vengono prodotte informazioni significative né è ravvisabile un interesse comune dei clienti. Rispetto, invece, alle questioni legate alla *governance*, sebbene sia in astratto configurabile un interesse comune dei clienti, gli investitori istituzionali non dispongono di informazioni adeguate per decidere nel merito.

Cfr., inoltre, J. ZYTNIK, *Do Mutual Funds Represent Individual Investors?*, 2021, reperibile all’indirizzo www.ssrn.com, che opera un raffronto tra le preferenze di voto dei beneficiari finali dei fondi e il voto adottato dal fondo nel quale il beneficiario ha investito. Ad eccezione dei fondi ESG, afferma l’Autore, il voto dei fondi e dei propri beneficiari non è affatto correlato perché quello degli individui risulta essere di natura più che altro ideologica; l’unico caso, pertanto, nel quale il voto del fondo e quello

Un voto, cioè, che per la parte di azioni che sono riferibili ad un fondo di investimento sostenibile ⁽¹⁴⁵⁾ – e sempreché risulti dal proprio dovere di diligente gestione l’esercizio del voto in assemblea – esprima una preferenza rispetto alle politiche di sostenibilità e, per la parte di azioni riferibili a fondi diversi si astenga ovvero voti sfavorevolmente. Ci si troverebbe in una circostanza diversa rispetto a quella delle società fiduciarie o dei soggetti che, più in generale, ricevono istruzioni di voto dai propri clienti ⁽¹⁴⁶⁾: l’investitore agirebbe, nella gestione in monte, nell’esercizio di un proprio dovere ⁽¹⁴⁷⁾.

Non deve stupire, proprio in questa prospettiva, che alcuni gestori di attivi – consentano ora ai propri clienti di scegliere come votare nelle adunanze delle partecipate ⁽¹⁴⁸⁾.

dell’individuo si allinea è quello nel quale il bacino dei beneficiari è rappresentato da soggetti che perseguono i medesimi obiettivi ideologici.

V., però, M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, in *Washington L. Rev.*, 2020, 1 ss., ma spec. 57 s., la quale afferma che il dovere fiduciario dell’investitore istituzionale nei confronti dei propri clienti potrebbe confliggere con una strategia di voto che guardi all’insieme del portafoglio in quanto «individual beneficiaries whose assets are managed by large institutional investors do not necessarily share the same portfolio diversity or asset allocation as the institution in charge of voting their shares»; pertanto, una strategia che miri a ridurre le esternalità negative a livello del portafoglio dell’istituzionale (diversificato) potrebbe confliggere con l’interesse migliore del cliente i cui investimenti possono anche essere concentrati in società che compongono l’industria che crea le esternalità negative. Nel 2009, ricorda l’autrice, la SEC ha ritenuto che un gestore avesse violato i propri doveri fiduciari in quanto aveva adottato una strategia di voto *pro-labor* applicabile a tutti i suoi fondi, inclusi quelli che non avevano indicato preferenze *pro-labor* (Cfr. INTECH Investment Management LLC and David E. Hurley, Administrative Proceeding File No. 3-13463 del 7 maggio 2009, reperibile all’indirizzo www.sec.gov).

⁽¹⁴⁵⁾ Sul quale si rimanda *ultra* alla Sezione II.

⁽¹⁴⁶⁾ Nelle società fiduciarie l’ipotesi «in cui i fiducianti diano alla società fiduciaria istruzioni contrastanti, è conforme alla sostanza del rapporto e all’interesse di tutte le parti che essa le segua, esercitando, quindi, un “voto divergente”».

⁽¹⁴⁷⁾ V., però, ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, reperibile sul sito dell’Associazione, Raccomandazioni del Principio 5: «se le Società di gestione decidono di esercitare i diritti di voto di un emittente quotato partecipato, dovrebbero possibilmente votare per tutte le azioni detenute in modo uniforme [enfasi aggiunta; ndr]».

⁽¹⁴⁸⁾ Nell’ottobre del 2021, BlackRock (soprattutto in ragione delle critiche ricevute rispetto agli *standards* delle proprie strategie di voto e al mancato attivismo. Cfr. A. MOONEY, *Asset managers push back against activist pension funds*, in *Financial Times*, 31 luglio 2016) ha annunciato che avrebbe permesso agli investitori istituzionali che gestisce di esercitare il voto nelle partecipate. Tra le opzioni disponibili ai clienti di Blackrock ci sarà anche la possibilità di scegliere all’interno di un *range* di diverse strategie di voto elaborate da consulenti in materia di voto. Nel giugno 2022, BlackRock ha comunicato che «in response of growing client interest» la possibilità di prendere parte alle decisioni di voto è stata ulteriormente estesa. Sandy Boss, Global Head di BlackRock Investment Stewardship ha dichiarato «[o]ur clients have a range of investment horizons, risk preferences and financial needs. We understand that some clients are seeking increased customization, including the opportunity to align their voting with their unique investment philosophies or their views» (v. il comunicato stampa del 13 giugno 2022, reperibile sul sito

2.1. Il dovere di lealtà nella Direttiva Azionisti II: l'imperativo del lungo periodo alla prova dei doveri fiduciari.

Se è vero che la disciplina della gestione collettiva consente di qualificare l'interesse dei partecipanti come trascendente «quello del singolo capo di delibera assembleare»⁽¹⁴⁹⁾, le ultime direttive europee che trattano del voto degli investitori istituzionali per conto dei propri clienti si collocano in una prospettiva differente⁽¹⁵⁰⁾ rispetto a quella della AIFMD e della Direttiva UCITS e impongono, pertanto, di sviluppare qualche considerazione ulteriore.

La Direttiva Azionisti II adotta il punto di osservazione della società emittente partecipata e – pertanto – dei problemi dei quali essa è protagonista⁽¹⁵¹⁾. Uno di questi è stato identificato nell'assenza di un monitoraggio adeguato da parte degli investitori istituzionali a disincentivare politiche spregiudicate e pregiudizievoli da parte degli amministratori⁽¹⁵²⁾. Per questa ragione le strategie di voto assumono una qualificazione parzialmente differente di cui si darà conto al fine di verificare se alla luce della disciplina

www.blackrock.com. Per un primo commento v., J. MITTS, *The Price of Your Vote: Proxy Choice and Securities Lending*, in *Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets*, 11 ottobre 2021.

Sia BlackRock sia Vanguard hanno annunciato la promozione di un servizio che consentirà anche agli investitori *retail* di votare. Gli investitori di BlackRock potranno votare nelle c.d. *contested proposals* trasformando, secondo le dichiarazioni di Larry Fink, la relazione tra i gestori e le società partecipate tale che sarà una «revolution in shareholder democracy» (Cfr. B. MASTERS, *BlackRock opens door for retail investors to vote in proxy battles*, in *Financial Times*, 3 novembre 2022, reperibile all'indirizzo *www.ft.com*). Vanguard, invece, consentirà agli investitori *retail* di scegliere come votano alcuni *index funds*. V., sul punto R. WIGGLESWORTH, *Proxy power to the people?*, in *Financial Times*, 3 novembre 2022, reperibile all'indirizzo *www.ft.com*.

⁽¹⁴⁹⁾ Cfr. V. TROIANO, *Sub art. 40*, cit., 420.

⁽¹⁵⁰⁾ Come efficacemente è stato sottolineato – pur rispetto a molteplici e distinti interventi legislativi e di autodisciplina – «the challenge (...) is that it treats institutional investors – primarily large asset managers – as shareholders rather than intermediaries»: così J. FISCH, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou - D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 454.

⁽¹⁵¹⁾ Il punto di osservazione si conferma anche alla luce della collocazione sistematica delle disposizioni recepite: la Sezione I-ter del T.u.f. «Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto» che contiene l'art. 124-*quinquies* afferente la «politica di impegno» è stata inserita nella Parte IV relativa alla «Disciplina degli emittenti» e non nella Parte II che riguarda la «Disciplina degli intermediari».

⁽¹⁵²⁾ Sul punto, si rinvia al Capitolo Primo.

prevista possa desumersi un obbligo – gravante sugli investitori istituzionali – circa il *quomodo* del diritto di voto per conto altrui. Pur di provenienza normativa distinta, mette conto premettere che i gestori normalmente formulano un unico documento che contiene tanto la politica d’impegno tanto la strategia per l’esercizio del diritto di voto ⁽¹⁵³⁾ in conformità – rispettivamente – alla Direttiva Azionisti II e al Regolamento delegato 231/2013.

Del resto, la politica di *impegno* (che traduce l’inglese *engagement* della Direttiva Azionisti II) include (anche) l’esercizio del diritto di voto – pur nel contesto di una disciplina meno strutturata della quale si dirà subito *infra* – ⁽¹⁵⁴⁾. La politica di impegno che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppano e comunicano descrive, infatti «le modalità con cui *monitorano* le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l’impatto sociale e ambientale e il governo societario, *dialogano* con le società partecipate, *esercitano* i diritti di voto e gli altri diritti connessi alle azioni, *collaborano* con gli altri azionisti, *comunicano* con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e *gestiscono* gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno [enfasi aggiunte; *ndr*]» (cfr. art. 3 *octies* SHRD II).

Diversamente dalle strategie di voto previste dall’art. 37 del Regolamento delegato 231/2013 che – fatta espressa eccezione dei gestori sottosoglia ⁽¹⁵⁵⁾ – sono obbligatorie, il legislatore della Direttiva Azionisti II adotta la tecnica del *comply or explain*: la disciplina impone obblighi che possono, tuttavia, essere disattesi a fronte di una «comunicazione (...) chiara e motivata delle ragioni» che hanno mosso la scelta ⁽¹⁵⁶⁾. Se è vero che in astratto la strategia normativa del *comply or explain* si traduce in una doverosità rispetto alla *giustificazione* di non adempimento, è anche vero che la Direttiva

⁽¹⁵³⁾ V. ad esempio, la politica di impegno redatta da Mediobanca società di gestione del risparmio, reperibile all’indirizzo *internet* della società di gestione.

⁽¹⁵⁴⁾ Un esplicito raccordo tra la disciplina della SHRD II e quella della AIFMD si ha con riferimento al conflitto di interessi in quanto l’art. 124-*quinquies*, co. 4, T.u.f. dispone che gli «investitori istituzionali e i gestori di attivi rispett[i]no le disposizioni relative ai conflitti di interesse previste dalle discipline di settore anche nell’attuazione della politica di impegno adottata dagli stessi»: la disciplina che riguarda la gestione dei conflitti di interesse si estende, quindi, anche alla politica d’impegno e, pertanto, a tutte le attività che la compongono.

⁽¹⁵⁵⁾ Ai quali non è richiesta, ai sensi dell’art. 112 del Regolamento Intermediari, la predisposizione di una strategia per l’esercizio dei diritti di voto.

⁽¹⁵⁶⁾ Cfr. art. 3 *octies* SHRD II.

Azionisti II sembra essere dotata di un grado di doverosità maggiore rispetto a quello del quale è dotato generalmente il *comply or explain* ⁽¹⁵⁷⁾ anche in ragione delle sanzioni in cui incorrono gli investitori che non ne rispettano le prescrizioni ⁽¹⁵⁸⁾.

Assunto che – come noto – la strategia basata sul *comply or explain* è tanto efficace in quanto vi sia un sistema di controlli sull’effettiva *compliance* ai precetti risolvendosi, altrimenti, in una mera adesione di convenienza ⁽¹⁵⁹⁾, occorre notare che la medesima consente agli investitori istituzionali di aderire anche solo parzialmente alle prescrizioni. Ciò importa, in particolare, che l’intermediario possa stilare una politica di impegno che abbia ad oggetto soltanto l’esercizio del voto, lasciando così fuori tutte le altre attività delle quali si compone l’*engagement*, ovvero affermare, mediante la politica, di porre in essere tutte ovvero, infine, nessuna. Se è pur vero che ci si sta occupando dell’esercizio del diritto di voto – dacché questo soltanto è indicato dall’art. 35-*decies* T.u.f. e forma oggetto specifico, tra le altre possibili attività legate alla partecipazione azionaria, di prescrizioni relative al dovere di lealtà – il discorso che segue può essere applicato anche alle altre attività che compongono la definizione di *engagement* fornita dal legislatore europeo. Il dovere fiduciario di agire nell’interesse del fondo e dei suoi partecipanti abbraccia, infatti, tutte le attività che il gestore pone in essere.

Pur nella formula del *comply or explain* pare anzitutto legittimo chiedersi se sussistano obblighi *ulteriori* rispetto a quello di votare ovvero esercitare altri diritti

⁽¹⁵⁷⁾ V., sul punto, I.H.Y. CHIU - D. KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, cit., 133, secondo le quali la Direttiva Azionisti II pone le basi per costruire veri e propri doveri in capo agli investitori istituzionali nella loro qualità di soci di società emittenti e che introduca una aspettativa di stampo normativo circa lo *shareholder engagement* (142 ss.). Nel medesimo senso anche H.S. BIRKMOSE, *From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction*, cit., 69 ss. V. anche I.H.-Y. CHIU - D. KATELOUZOU, *Making a Case for Regulating Institutional Shareholders’ Corporate Governance Roles*, in *J. Bus. L.*, 2018, 95, i quali criticano, però l’efficacia della disciplina in ragione (principalmente) dell’approccio *comply or explain* a fronte di un interesse (che qualificano) pubblicistico.

⁽¹⁵⁸⁾ Parlano, per questa ragione, di «“semi-hard” stewardship duties» E.D. MARTINO - A.M. PACCES, *Shareholders Right Directive II: the Italian Implementation*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2020, 5.

Si consideri in proposito che le sanzioni previste dal Testo Unico – in ragione della delega dell’art. 14 *ter* SHRD II agli Stati membri di definirle – variano da duemilacinquecento a centocinquantamila euro (cfr. art. 193-*bis*.1).

⁽¹⁵⁹⁾ In questi termini: V.S. CARBONARA - S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, cit., 255.

amministrativi nell'esclusivo interesse dei propri clienti come prevedono le discipline UCITS e AIFMD e il Testo Unico.

Al quesito sembra potersi offrire risposta negativa, pur con una precisazione. La Direttiva Azionisti II, nel suo impianto – figlio della prospettiva propria di una direttiva che ha ad oggetto l'attività degli investitori istituzionali *a servizio* delle società emittenti piuttosto che nei confronti dei propri clienti – pare suggerire che l'esercizio del voto e degli altri diritti amministrativi (così come pure la strategia di investimento) debba mirare alla promozione di risultati di lungo termine della società partecipata. La critica della direttiva riguarda, infatti, le «pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine» ed il conseguente rischio di «mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società» ⁽¹⁶⁰⁾, mentre invece un coinvolgimento può «contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile» ⁽¹⁶¹⁾. La visione di lungo periodo non riguarda soltanto la politica di impegno, ma anche quella di investimento in quanto l'approccio «a medio e lungo termine è un fattore chiave della gestione responsabile degli attivi» e «contribuirebbe a un corretto allineamento degli interessi tra i beneficiari finali degli investitori istituzionali, i gestori degli attivi e le società partecipate» ⁽¹⁶²⁾.

In sostanza, sull'assunto – ancorché non verificato – che i beneficiari finali ricerchino una prospettiva di lungo termine, si chiede agli istituzionali di giustificarsi se scelgono di non adempiere ad una prescrizione dettata dalla direttiva in oggetto ⁽¹⁶³⁾.

⁽¹⁶⁰⁾ Cfr. il Considerando 15 della SHRD II, che prosegue minacciando che questo atteggiamento «può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori».

⁽¹⁶¹⁾ Così il Considerando 14 della SHRD II.

⁽¹⁶²⁾ Cfr. il Considerando 19 della SHRD II. V., altresì, l'art. 3 *nonies*, che richiede agli investitori istituzionali di comunicare in che modo contribuiscono «al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi».

⁽¹⁶³⁾ Per una critica alla prospettiva di lungo periodo come *one size fits all* per i clienti degli investitori istituzionali v. il par. 1 del Capitolo Primo. Sul lungo e sul breve periodo come strategia per gli investimenti cfr. G. WARREN, *Benefits (and Pitfalls) of Long-Term Investing*, CIFR Research Working Paper No. 040/2014, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

Lasciando da parte i discorsi – pur meritevoli di approfondimento – che riguardano l’efficacia di una siffatta disposizione ⁽¹⁶⁴⁾ e chiarito che non si tratta di un ulteriore dovere fiduciario, occorre domandarsi se in capo a *tutti* i gestori di attivi e investitori istituzionali – la direttiva in esame non fa distinzioni di sorta sul punto – sia ragionevole demandare il perseguimento di obiettivi di lungo periodo. Se, in altre parole, ciò che la direttiva in commento richiede risulti necessariamente (e sempre) conforme al dovere fiduciario. All’interrogativo può fornirsi risposta positiva soltanto se si afferma che l’approccio di lungo periodo serva il miglior interesse del beneficiario finale: solo in questo caso si riscontrerebbe un dovere, nell’esclusivo interesse dei propri clienti, di porre in essere strategie che promuovano il lungo periodo.

Se si prendono in considerazione tutti gli investitori istituzionali non sembra potersi offrire risposta pienamente positiva, principalmente in ragione del fatto che non vi sono dati sufficienti che confermino l’abilità dei prezzi di mercato di riflettere i rendimenti futuri attesi delle società emittenti ⁽¹⁶⁵⁾. Una strategia di lungo termine potrebbe pertanto promuoversi se coincidente con gli obiettivi del beneficiario finale e, quindi, del fondo nel quale esso investe.

Poiché i beneficiari finali sono tra di loro distinti, così come lo è il lasso temporale nel quale contano di soddisfare le proprie aspettative di rendimento ⁽¹⁶⁶⁾, i gestori debbono prenderne in considerazione gli obiettivi e redigere (nonché attuare) politiche

⁽¹⁶⁴⁾ Le – quasi indistinguibili tra loro – politiche di impegno si risolvono normalmente in vuote dichiarazioni che non permettono certo al beneficiario finale di prefigurarsi le scelte che il proprio gestore effettivamente (ed in concreto) porrà in essere. Nelle suddette politiche si rinvengono, formule, ad esempio, come l’impegno a svolgere «proattivamente» il monitoraggio al fine di identificare «le problematiche» e minimizzare le potenziali perdite di valore.

⁽¹⁶⁵⁾ Secondo la nota metafora del *beauty contest* di J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936, per il quale i prezzi dei mercati finanziari fluttuano in modo non necessariamente ragionevole (ma soprattutto, non sempre si indirizzano verso il titolo che ha le migliori prospettive di rendimento): «It is not a case of choosing those which, to the best of one’s judgment, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practice the fourth, fifth and higher degrees».

⁽¹⁶⁶⁾ Sottolinea F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, in *Rivista ODC*, 2015, 8 – in critica alla allora proposta di Direttiva Azionisti II (nella quale il riferimento al lungo periodo «diventa addirittura ossessivo») – che la questione non può porsi in termini di lungo e breve periodo, bensì con riferimento a distinti piani: «esistono piani in cui decisioni di lungo periodo si configurano come assolutamente irrazionali (la decisione di un novantenne di aderire ad un piano di risparmio di durata trentennale che gli consentirà alla scadenza di compiere un doppio giro del mondo) e piani in cui decisioni di breve periodo si configurano come assolutamente ragionevoli».

d'impegno adeguate. Perciò, qualora una società di gestione del risparmio gestisse fondi con diversi obiettivi, le politiche d'impegno dovrebbero essere distinte e idonee a soddisfare i predetti obiettivi.

SEZIONE II

L'EVOLUZIONE DEL DOVERE FIDUCIARIO DI LEALTÀ IN CONSIDERAZIONE DELLE SPINTE LEGISLATIVE VERSO LA SOSTENIBILITÀ

3. Il problema del rapporto tra i fattori sostenibili e il dovere di lealtà.

Sarebbe stato possibile trattare congiuntamente – o quantomeno nella medesima sezione – gli interventi normativi europei più recenti che mirano ad incoraggiare l'adozione di politiche di lungo termine e più sostenibili poiché, per un verso, condividono gli obiettivi e, per altro verso, il raggiungimento di un obiettivo è funzionale al raggiungimento dell'altro. Tanto una strategia sostenibile quanto una di lungo termine sono promosse dal legislatore al fine di (apparentemente) allineare gli interessi dei clienti con quelli degli investitori istituzionali e per entrambe le politiche normative può sorgere quantomeno il dubbio che, in effetti, l'interesse del beneficiario finale sia variegato e non necessariamente conforme con quanto in esse previsto. Ne deriva, come si è fatto cenno, una tensione tra il soddisfacimento degli interessi del cliente, con il quale corre il rapporto fiduciario, e quanto richiede il legislatore europeo. Pur tuttavia, nell'ambito del dovere di lealtà essi pongono questioni lievemente differenti.

Le politiche di impegno di cui si è appena dato conto, in effetti, pongono il quesito circa l'effettiva coincidenza del dovere fiduciario di lealtà con prospettive di lungo termine, senza distinzioni rispetto alla natura del rapporto fiduciario.

Diversamente, più che di tensione, di fronte alla sostenibilità occorre porsi in termini di compatibilità. Le ragioni sono evidenti: oltre all'interesse *esclusivo, migliore* o *solo* del fondo e dei suoi partecipanti, sembrano potersi (a tratti, doversi) aggiungere altri interessi che con questo non necessariamente coincidono: quello ambientale, sociale e di *governance*.

In aggiunta, si è visto, gli interessi passibili di entrare in conflitto (e di essere, quindi, gestiti secondo le procedure previste dal gestore) contrappongono gruppi di interessi che, ad oggi, non annoverano interessi "sostenibili". La difficoltà sta nel fatto di

impiegare una categoria, qual è il dovere fiduciario, che – pur nella sua indiscussa flessibilità – vuole regolare problemi di agenzia definiti tra il fiduciante e fiduciario, al fine di ricomprendervi anche interessi che apparentemente con detto rapporto nulla hanno a che vedere.

Lo sforzo interpretativo che si proverà ad intraprendere è volto alla verifica della compatibilità tra l'integrazione dei fattori sostenibili nelle strategie di investimento e di gestione degli investitori istituzionali e il dovere fiduciario di lealtà che su questi ultimi grava.

3.1. (Segue) Brevi cenni sull'evoluzione dell'investimento sostenibile e degli elementi di conflitto con il principio di lealtà.

Non si vuole – né si può – ricostruire la storia dell'investimento sostenibile⁽¹⁶⁷⁾, né tantomeno quella (diversa, ma parallela) del c.d. *sviluppo* sostenibile⁽¹⁶⁸⁾ che il primo racchiude⁽¹⁶⁹⁾. Occorre tuttavia brevemente definire le ragioni che ne hanno promosso l'emersione e le teorie che ne hanno determinato l'evoluzione.

⁽¹⁶⁷⁾ Sull'eterogeneità dei significati che può assumere l'investimento sostenibile, v. J. SANDBERG - C. JURAVLE - T.M. HEDESSTRÖM - J. HAMILTON, *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, in *J. of B. Ethics*, 2008, 519 ss.

⁽¹⁶⁸⁾ Lo sviluppo sostenibile è stato definito dal Rapporto Brundtland, pubblicato dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED) come ciò che sia in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della presente generazione, senza precludere a quelle future di soddisfare i propri (cfr. WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT (WCED), *Our Common Future*, 1987, reperibile all'indirizzo www.sustainabledevelopment.un.org, § 27, ove testualmente si legge che «Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs»). Lo sviluppo sostenibile è poi assunto a principio di diritto internazionale in ragione della stipula di trattati e accordi globali, tra i quali assume preminente rilevanza (in quanto rappresenta il primo accordo globale giuridicamente vincolante) l'Accordo di Parigi del 2015, al quale hanno aderito 195 Paesi. Sempre nel 2015 è stata adottata l'Agenda 2030 dalle Nazioni Unite, che raccoglie obiettivi sostenibili da raggiungere entro il 2030 (cfr. UNITED NATIONS, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 2015, reperibile sul sito dell'Organizzazione).

Sul punto v. anche N. LINCIANO - E. CAFIERO - A. CIAVARELLA - G. DI STEFANO - E. LEVANTINI - G. MOLLO - S. NOCELLA - R. SANTAMARIA - M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, Quaderno Consob di finanza sostenibile n. 1/2020, reperibile sul sito *internet* dell'Autorità, 12.

⁽¹⁶⁹⁾ Pur non essendosi sviluppati in maniera coincidente, bensì piuttosto parallelamente, non c'è dubbio che, quantomeno nel contesto europeo, è ampiamente riconosciuto il ruolo di sostegno del sistema finanziario (della finanza sostenibile ovvero dell'investimento sostenibile) a quello dello sviluppo sostenibile che si impernia sull'economia reale. V., infatti, HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE

L'analisi si rende necessaria poiché l'evoluzione dell'investimento socialmente responsabile in investimento sostenibile segna un radicale mutamento nel rapporto di questi con il dovere fiduciario di lealtà.

L'investimento sostenibile prende le mosse dall'investimento socialmente responsabile ⁽¹⁷⁰⁾ che è fenomeno di origini antiche ⁽¹⁷¹⁾, dotato di forti connotazioni etiche e religiose ⁽¹⁷²⁾. Le prime iniziative erano volte, infatti, ad escludere dal campo

FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, 2019, 3 ss., ove si afferma che «ensuring that the financial system contributes to economic sustainability is particularly important in the wake of the financial crisis. (...) More efforts are needed to foster long-term investment, to protect the corporate sector against undue pressure to deliver short-term financial results and to create jobs across all regions of Europe».

È proprio il distacco della finanza moderna dall'economia reale – particolarmente criticato successivamente alla crisi finanziaria di inizio secolo (sul quale v. G. ROSSI, *I diritti dei cittadini fra le crisi dell'impresa e della giustizia*, cit., 144) – che ha servito da presupposto per costruire una finanza sostenibile che «ripristinò il collegamento con la realtà economica e lo esplicitò in modo chiaro, attraverso dei fattori misurabili come gli indicatori ESG»: così A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019, 10.

⁽¹⁷⁰⁾ Con investimento sostenibile si vuole intendere quel fenomeno che prende in considerazione i fattori ambientali e sociali, insieme a quelli meramente finanziari, ai fini del processo decisionale dell'investimento (v., sul punto ad esempio S.N. GARY, *Values and Value: University Endowments, Fiduciary Duties, and ESG Investing*, in *J. College and University L.*, 2016, 263, che lo definisce “ESG investment” e lo contrappone a all'investimento socialmente responsabile). Si tenga a mente, tuttavia, che si tratta di una definizione estremamente ampia e che verrà in seguito dettagliata e precisata.

Diversamente, l'investimento socialmente responsabile (meglio conosciuto con l'acronimo SRI, dall'inglese *Socially Responsible Investment*) è paragonabile all'investimento etico: ad un investimento, cioè, che attua scelte etiche e sociali nell'investimento, in contrasto con una definizione di investimento che si concentri soltanto sui ritorni finanziari. In altre parole «socially responsible investment or investing (SRI) is the practice of integrating social, environmental and ethical (SEE) criteria to conventional financial criteria in the selection and management of portfolios of shares (stocks) of companies listed on stock markets. Socially responsible (SR) investors care not only about the size of their prospective financial return and the risk attached to it, but also about its source – the nature of the company's products and services or how it does business»: così C.J. COWTON, *Socially Responsible Investing*, in *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour*, a cura di A. Lewis, Cambridge, 2018, 285.

Sulla definizione di *Socially Responsible Investment*, v., per tutti, R. SPARKES, *Socially Responsible Investment: a Global Revolution*, Wiley, 2002, 21 ss.

⁽¹⁷¹⁾ Viene fatto risalire alla fine del XVIII secolo e ai sermoni di John Wesley, il fondatore della Chiesa Metodista, da R. SPARKES, *Socially Responsible Investment: a Global Revolution*, cit., 46 s., che lo definisce un precursore del *social investing* moderno. Wesley invitava i suoi seguaci a non trarre profitti da imprese che fossero dannose per la comunità. B.J. RICHARDSON, *Putting Ethics into Environmental Law: Fiduciary Duties for Ethical Investment*, in *Osgoode Hall L. J.*, 2008, 245, fa risalire alle pressioni antischiaviste intraprese dai quaccheri il primo esempio di SRI.

⁽¹⁷²⁾ Il primo fondo socialmente responsabile, Pioneer Investments (ora Amundi US), nacque nel 1928 in qualità di fondo dichiaratamente cattolico e oggi afferma, con riferimento alle proprie strategie che «market prices of securities may go up or down, sometimes rapidly or unpredictably, due to general market conditions such as real or perceived adverse economic, political or regulatory conditions, recessions, inflation, changes in interest or currency rates, lack of liquidity in the bond markets, the spread of infectious

degli investimenti imprese che avessero esternalità negative per la comunità e l'ambiente ovvero imprese il *business* delle quali potesse essere moralmente discutibile (in base al tipo di attività, luogo di produzione e così via). La caratterizzazione dell'investimento socialmente responsabile in senso più "sociale" che finanziario – fino a diventare "politico" – si evince chiaramente dalle più note iniziative in materia, che annoverano la costituzione di fondi di investimento volti a non acquistare partecipazioni in società che finanziassero la guerra in Vietnam ⁽¹⁷³⁾ ovvero le politiche di *apartheid* in Sud Africa ⁽¹⁷⁴⁾. L'investimento socialmente responsabile viene infatti definito come il fenomeno che prevede di escludere dal portafoglio di investimento i titoli di alcune società – altrimenti attrattive – perché giudicate socialmente irresponsabili e, al contempo, includere i titoli di società – che altrimenti non si sarebbero prese in considerazione –

illness or other public health issues or adverse investor sentiment. The Fund generally excludes corporate issuers that do not meet or exceed minimum ESG standards. Excluding specific issuers limits the universe of investments available to the Fund, which may mean forgoing some investment opportunities available to funds without similar ESG standards», marcando così l'evoluzione che si descriverà immediatamente *infra*.

⁽¹⁷³⁾ Sempre ad un reverendo metodista (Luther E. Tyson) si deve l'impulso alla creazione di un fondo, nel 1971, che non investisse in società che fornissero armi o risorse alla guerra in Vietnam: il fondo Pax World, ora Pax Sustainable Allocation Fund) «helped give birth to the sustainable investment industry» (cfr. la sezione «about us» di IMPAX Asset Management).

⁽¹⁷⁴⁾ V. sul punto, M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 393, spec. nt. 50. V., altresì, N.S. ECCLES, *UN Principles for Responsible Investment Signatories and the Anti-Apartheid SRI Movement: A Thought Experiment*, in *J. of B. Ethics*, 2010, 415 ss., il quale propone un esperimento circa quali sarebbero state le conseguenze – in termini di scelte di investimento e di azioni concrete – per i sottoscrittori dei PRI se questi principi fossero esistiti durante l'*apartheid* in Sud Africa. V., infine, H. BOSSON, *Shorting the Devil*, in *Cornell Bus. Rev.*, 2016, 5, che ricostruisce le forti pressioni subite dalle Università americane per disinvestire.

Alcuni, invece, ritennero di poter investire in società che avevano contratti con il Sud Africa qualora le dette società avessero adottato certi principi, noti come i Sullivan Principles di non discriminazione. Questi ultimi prendono il nome da un amministratore della General Motors, il reverendo Leon Sullivan che definì sette principi che riguardavano prevalentemente la parità di trattamento – a prescindere dall'etnia – negli ambienti di lavoro e comuni che tutt'ora vengono considerati alla base della responsabilità sociale dell'impresa. Tra i molti contributi che ne danno conto, v., in particolare, P.D. KINDER, *New Fiduciary Duties in a Changing Social Environment*, in *J. of Investing*, 2005, 24 ss. il quale sottolinea la rilevanza dei *corporate rankings* nel definire uno *standard* di informativa delle società rispetto al loro modo di occuparsi di questioni sociali. V., inoltre, M. WELKER - D. WOOD, *Shareholder Activism and Alienation*, in *Current Anthropology*, 2011, S57 ss., i quali evidenziano la rilevanza dei Sullivan Principles non tanto con riferimento – com'è naturale – alla responsabilità sociale dell'impresa, quanto piuttosto rispetto agli investimenti sostenibili.

perché giudicate socialmente lodevoli ⁽¹⁷⁵⁾. Situazione non dissimile nei presupposti – ma con effetti sistemici decisamente maggiori rispetto al disinvestimento da società che trattassero a qualsiasi titolo con il Sud Africa durante il regime di *apartheid* – è il disinvestimento dalla Russia a seguito dell’invasione dell’Ucraina del febbraio 2022 ⁽¹⁷⁶⁾.

I primi motivi di conflitto con doveri fiduciari si ebbero già nell’ambito degli investimenti socialmente responsabili non soltanto perché considerare interessi *altri* rispetto a quelli dei beneficiari sarebbe potuto risultare contrario al dovere di lealtà, ma anche perché ciò avrebbe potuto comportare, se la considerazione di altri interessi si correlasse ad un disinvestimento, maggiori costi (che si riflettono in una maggiorazione delle *fees* del gestore) e ad una minore diversificazione del portafoglio, per l’effetto maggiormente esposto a rischi ⁽¹⁷⁷⁾. A fronte di scelte suffragate soltanto da una missione

⁽¹⁷⁵⁾ In questi termini J.H. LANGBEIN - R.A. POSNER, *Social Investing and the Law of Trusts*, cit., 73, che nella definizione fanno ricadere soltanto il momento dell’investimento, escludendo pertanto quello – necessariamente successivo – dell’esercizio del voto.

⁽¹⁷⁶⁾ Sembra esemplare il caso CalPERS – il più grande fondo pensionistico pubblico nordamericano – al quale è stato richiesto dal governatore della California di disinvestire; sono seguite le proposte legislative da parte di alcuni senatori che avrebbero voluto imporre ai fondi pensionistici pubblici il disinvestimento *ex lege*. La Ceo di CalPERS, Marcie Frost, ha resistito alle pressioni affermando che nonostante la vicinanza al popolo ucraino, CalPERS deve proteggere gli interessi lungo termine dei propri membri. Cfr. sul punto, W. VENTEICHER, *Plummeting stocks and a Moscow shopping mall. CalPERS is stuck with its Russia investments*, in *The Sacramento Bee*, 25 luglio 2022. La scelta sembra essere del resto coerente con le ultime dichiarazioni della ex responsabile della sostenibilità del fondo, Anne Simpson, secondo la quale «it’s time for RIP ESG». Secondo Simpson, la guerra in Ucraina ha costretto sostenitori dei criteri ESG a riconsiderare il proprio approccio in quanto la sicurezza energetica e la riduzione della povertà sono diventati improvvisamente importanti quanto la transizione ecologica, imponendo di rivedere le regole e il significato dei criteri ESG. Ne dà atto, nel contesto di una più ampia riflessione, l’editoriale di G. TETT, *Esg exposed in a world of changing priorities*, in *Financial Times*, 3 giugno 2022.

⁽¹⁷⁷⁾ Cfr. R.M. ENNIS - R.L. PARKHILL, *South African Divestment: Social Responsibility or Fiduciary Folly?*, in *Fin. Analysts J.*, 1986, 30 ss., ma spec. 33 s., ove gli Autori ripercorrono le ragioni per le quali il disinvestimento da società che operano in ovvero con il Sud Africa possa essere contrario ai doveri fiduciari, elencando le *Portfolio Implications of Divestment* e riconoscendo, tra queste: i costi del disinvestimento, le implicazioni del rischio del portafoglio (e della ridotta diversificazione) e i *legal issues* tra i quali considerano il mancato rispetto del dovere di lealtà in quanto nonostante il concetto di solo interesse con riferimento al *trust* fosse stato stabilito senza tenere in considerazione la possibilità degli investimenti socialmente responsabili, è comunque chiaro che «trustees may not attempt to serve to masters with fiduciary funds, whether the second be the welfare of black South Africans, a cleaner environment or a safer world».

La letteratura sul punto è vastissima, ma si segnalano: K.M. BOND, *To Stay or to Leave: The Moral Dilemma of Divestment of South African Assets*, in *J. of Bus. Ethics*, 1988, 9 ss., il quale s’interroga sugli effettivi benefici alla popolazione di colore a valle del massivo disinvestimento da società che operano in Sud Africa; A.-C. BLANK, *The South African Divestment Debate: Factoring Political Risk into the Prudent Investor Rule*, in *U. Cincinnati L. Rev.*, 1986, 201 ss., ove ulteriori riferimenti.

sociale – e non anche da quella finanziaria – l’interesse del cliente (fosse anche il *miglior* interesse e non il *solo*) non si realizzerebbe. Beninteso, non si trattava di gestori che avevano una finalità *soltanto* sociale, restando quella della gestione del risparmio al fine di ottenerne un ritorno economico la finalità principale, ma di intermediari che prendevano in considerazione la possibilità di ottenere rendimenti (anche di molto) inferiori rispetto a quelli che si sarebbero avuti con una gestione ordinaria pur di affiancare al rendimento finanziario anche un beneficio di natura sociale. Per questa ragione alcuni avevano ritenuto che una scelta di (dis-)investimento fondata su ragioni di natura sociale fosse contraria ai doveri fiduciari dei gestori nei confronti dei propri clienti ⁽¹⁷⁸⁾.

È tra il finire del secolo scorso e l’inizio di quello corrente, tuttavia, che l’investimento da socialmente responsabile diviene sostenibile, perdendo finalità e connotazioni di stampo fortemente etico, strutturandosi come vera e propria strategia di investimento e di gestione professionale ⁽¹⁷⁹⁾. Per un verso, infatti, è stata aggiunta la *Governance* alla strategia di investimento e di gestione ⁽¹⁸⁰⁾ e, per un altro, si è diffusa la

⁽¹⁷⁸⁾ Per tutti, v. J.H. LANGBEIN - R.A. POSNER, *Social Investing and the Law of Trusts*, cit., 96 ss., secondo i quali un *trustee* che sacrifichi il benessere finanziario del suo beneficiario per qualsiasi altro disattenda tanto il dovere fiduciario di lealtà tanto quello di cura. Secondo gli autori, peraltro, la *prudent man rule* ha posto l’enfasi sui rischi e sui guadagni ancor più di quanto non faccia la Modern Portfolio Theory, ma entrambi i criteri – sottolineano gli autori – riguardano il benessere *finanziario* del beneficiario. Per questa ragione, affermano che «the duty of prudent investing (...) reinforces the duty of loyalty in forbidding the trustee to invest for any object other than the highest return consistent with the preferred level of portfolio risk».

⁽¹⁷⁹⁾ Cfr. V.S. CARBONARA - S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, cit., 235 che pur ne tracciano il fenomeno dal punto di osservazione dell’attivismo.

⁽¹⁸⁰⁾ Segnalano M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 396, che a seguito dei crac di Enron e WorldCom l’attenzione si è rivolta alla *governance*.

Dei primi anni 2000 sono anche alcuni studi che correlano specifici strumenti di *governance* a migliori *performance* degli emittenti: cfr., per tutti, P. GOMPERS - J. ISHII - A. METRICK, *Corporate Governance and Equity Prices*, i quali utilizzano selezionano ventiquattro regole di *governance* – che identificano, secondo gli autori, gli equilibri tra il potere degli azionisti e quello degli amministratori – e creano un indice di società (su un campione di 1500). Correlano l’andamento delle società dell’indice alle *performances* degli emittenti e notano che laddove è maggiore la “democrazia azionaria”, maggiori sono i profitti. Rilevano, infatti, che una strategia d’investimento nella quale si acquistino i titoli delle meno performanti tra le “Democracy” *firms* e si vendano quelli delle più performanti “Dictatorship” *firms* hanno consentito guadagni maggiorati dell’8.5% annui. Discutono dei dati empirici L. BEBCHUCK - A. COHEN - A. FERRELL, *What Matters in Corporate Governance?*, in *Rev. Fin. Studies*, 2009, 783 ss. Gli indici di *governance* sono stati considerati anche, più di recente, in letteratura, da B. BLACK - A. GLEDSON DE CARVALHO - V. KHANNA - W. KIM - B. YURTOGLU, *Corporate governance indices and construct validity*, in *Corp. Govern. Int. Rev.*, 2015, 397 ss., i quali mettono in discussione le basi sulle quali poggiano detti

convinzione secondo la quale l'investimento ESG porti a maggiori ritorni finanziari e risultati, pertanto, beneficiare i clienti, oltre che la società tutta ⁽¹⁸¹⁾.

Ad una politica d'investimento e di gestione nella quale l'investimento finanziario si coniuga con obiettivi di natura sociale ⁽¹⁸²⁾ se ne contrappone una nella quale gli obiettivi finanziari sono prevalenti – e rilevano, quindi, nella misura in cui questi possano avere un impatto di natura *finanziaria* sull'investimento –. I diversi tipi di strategia di investimento e gestione che sono stati individuati più di recente, pur maggiormente analitici, possono comunque essere riportati ad una siffatta ripartizione.

La classificazione indicata da Eurosif – e paragonabile (come essa stessa attesta) a quelle di altre associazioni internazionali ⁽¹⁸³⁾ – identifica sette strategie di investimento che ricadono nel *sustainable and responsible investment* ⁽¹⁸⁴⁾.

Il primo – definito *exclusion* – si sostanzia in una strategia più che altro negativa (*rectius*: che utilizza *negative screens*), di esclusione di una società, come si è visto, che

indici, in termini di “buona *governance*” e offrono nuovi strumenti per definire gli indici sulla base della *construct validity*.

⁽¹⁸¹⁾ Considerano questo il passaggio rilevante dal SRI all'ESG *investing*, M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 396. Poiché è ritenuto finanziariamente vantaggioso – afferma S.N. GARY, *Values and Value*, cit., 263 – anche investitori non interessati ai problemi ambientali e sociali considerano l'investimento ESG.

⁽¹⁸²⁾ Cfr. S.N. GARY, *Values and Value*, cit., 263 s., la quale distingue (esemplificandole e contrapponendole) le diverse possibili strategie di investimento e gestione di un gestore qualificabile come SRI e ESG. Il punto è però molto controverso: cfr. *ultra*, par. 5.1.

⁽¹⁸³⁾ V. EUROSIF, *European SRI Study*, 2018, 12, reperibile all'indirizzo www.eurosif.org, ove si propone una comparazione tra la classificazione di Eurosif, quella dei Principles of Responsible Investment (sui quali v. *ultra* nt. 196), della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), e della European Fund and Asset Management Association (EFAMA).

⁽¹⁸⁴⁾ Distinte categorie di investimento sostenibile (meno specifiche, ma passibili di ricomprendere le categorie delineate dall'Eurosif si rinvencono anche nel FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, 2005, 25, reperibile all'indirizzo www.unepfi.org, ove si riconoscono tre tipi di modalità mediante le quali è possibile selezionare gli investimenti: *passive screening*, *positive screening*, e *negative screening*. La prima consiste nel seguire indici che abbiano ESG *benchmarks*; la seconda, invece, prevede la selezione di criteri che debbono essere soddisfatti prima di includer una società entro un portafoglio di investimento; diversamente il *negative screening* consiste nell'escludere società dal proprio portafoglio sulla base delle loro *performance ESG*. V., infatti, anche l'indice S&P 500 Catholic Values ETF (CATH) che esclude attività che non siano allineate con le *Responsible Investment Guidelines* della Conferenza dei vescovi cattolici nordamericana (USCCB). L'indice è indirizzato a chi «do not want to breach religious norms in their passive investing strategies» (cfr. le informazioni reperibili all'indirizzo www.spglobal.com). Sull'impatto del *negative screening* sulle c.d. “sin stocks” v. R. ECCLES - S. RAJGOPAL - J. XIE, *Does ESG negative screening work?*, 2022, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com, i quali rilevano che gli effetti negativi sulle *sin stocks* sono di scarso rilievo.

operi in un determinato settore ⁽¹⁸⁵⁾. Il *norms-based screening* consente di selezionare, per il proprio portafoglio, le società che rispondano a *standard* di norme internazionali ⁽¹⁸⁶⁾. Detta strategia importa una selezione *ex ante* sui presupposti dello *screening* normativo e può comportare, se adottata, il ricorso all'*engagement* per fare pressioni alla società al fine di essere *compliant* con i suddetti principi e regole ovvero al disinvestimento dalla stessa ⁽¹⁸⁷⁾. Seguono le strategie di *engagement and voting* su questioni legate alla sostenibilità che consistono – come noto – in pressioni *extra* ovvero *intra* assembleari a che l'emittente migliori la propria condotta rispetto ai profili della propria sostenibilità ambientale, sociale (o di *governance*). A queste strategie si aggiunge quella definita «sustainability themed investment» che consiste nella scelta di *assets* che sono legati alla sostenibilità (come, ad esempio i *green bonds* e progetti legati all'efficientamento energetico e alle energie rinnovabili). Un'altra strategia è la «best-in-class» che prevede la selezione delle società che hanno il punteggio ESG migliore in un determinato settore. Ciò consente di scegliere anche società che operano in settori il cui impatto sostenibile è controverso ⁽¹⁸⁸⁾.

La strategia di «ESG integration», invece, si sostanzia nell'inclusione sistematica di fattori ESG nell'analisi finanziaria sugli *asset* oggetto di investimento. Vi è, infine,

⁽¹⁸⁵⁾ È riconosciuta dallo studio in commento come la più antica e, infatti, coincide con quella utilizzata dai primi fondi socialmente responsabili (sui quali v. *retro* par. 3.1.). Cfr. EUROSIF, *European SRI Study*, 2018, cit., 22 ss., dove sono enucleati anche i principali settori nei quali sono stati operati i maggiori disinvestimenti e le principali strategie di esclusione.

⁽¹⁸⁶⁾ Le norme e gli *standards* internazionali sono, ad esempio, le linee guida OCSE per le società multinazionali (cfr. ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Guidelines for multinational enterprises*, 2011, reperibile in www.oecd.org) e il Global Compact delle Nazioni Unite.

⁽¹⁸⁷⁾ Cfr. EUROSIF, *European SRI Study*, 2018, cit., 20, ove si conclude che la strategia «can be used as a standalone or in combination with other strategies, typically engagement and/or exclusion».

Affermano che mantenere un titolo *brown* (non sostenibile) che sia *best-in-class* (abbia, pertanto avviato un'azione correttiva in punto di sostenibilità) sia una strategia più efficace rispetto ad un'operazione di disinvestimento di titoli *brown*: si incoragerebbe così l'azione correttiva della società: A. EDMANS - D. LEVIT - I. SCHNEEMEIER, *Socially Responsible Divestment*, cit., *passim*.

⁽¹⁸⁸⁾ Si può, infatti, scegliere, tra le società che operano nel settore, ad esempio, delle armi quella che abbia la miglior *performance* ESG (cfr. N. LINCIANO - E. CAFIERO - A. CIAVARELLA - G. DI STEFANO - E. LEVANTINI - G. MOLLO - S. NOCELLA - R. SANTAMARIA - M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, cit., 37).

l'*impact investing*, che genera un'esplicita aspettativa di provocare un cambiamento sostenibile *misurabile* ⁽¹⁸⁹⁾.

Posto che non vi è uniformità di vedute sul significato o sulle definizioni dei diversi tipi di investimento sostenibile ⁽¹⁹⁰⁾, assunta altresì la possibilità di ascrivere alcune strategie tanto all'una quanto all'altra categoria a seconda delle ragioni (di natura prettamente finanziaria o meno) ad esse sottese ⁽¹⁹¹⁾, tutte le predette strategie possono essere comunque inquadrare in base all'intento con il quale si adotta un piano di investimento e di gestione sostenibile: una strategia di benefici collaterali (che coincide con una strategia di investimento socialmente responsabile) ovvero una di rischio-rendimento ⁽¹⁹²⁾. La prima, come detto, è motivata dal procurare benefici anche a terze parti ovvero mossa da ragioni morali e, ai fini classificatori, la si chiamerà investimento

⁽¹⁸⁹⁾ La definizione si deve al EUROSIF, *European SRI Study*, 2014, 24, reperibile all'indirizzo www.eurosif.org, nel quale, poste a confronto le diverse definizioni di *impact investing* delle Organizzazioni e Istituzioni che ne hanno fornita una, se ne individuano i tratti comuni in «(a) the explicit expectation of measurable social impacts and (b) the active measurement of these. Impact investors seek to generate measurable benefits and actively measure these. (...) Typically, Impact Investors invest in a portfolio of social enterprises that are seeking to generate social benefits for a specific local community (whether in an OECD country or a developing one). This proximity with the investee company and the geographical focus of the latter makes the measurement of social impacts in many ways less cumbersome than for an investment in a listed company, sometimes with global presence». V., in letteratura, B.M. BARBER - A. MORSE - A. YASUDA, *Impact Investing*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 26582/2020, reperibile in www.nber.org.

⁽¹⁹⁰⁾ Cfr. ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, 2020, 8, reperibile in www.oecd.org, che l'investimento ESG possa assumere una moltitudine di significati a seconda dell'approccio e della modalità di investimento che si adotti. Secondo la definizione che ne viene data, questa può anche coincidere con la definizione che in questa sede si è data di investimento socialmente responsabile (cfr., *supra*, nt. 170).

Notano N. LINCIANO - E. CAFIERO - A. CIAVARELLA - G. DI STEFANO - E. LEVANTINI - G. MOLLO - S. NOCELLA - R. SANTAMARIA - M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, cit., 11, l'assenza di un linguaggio comune e l'insufficienza delle informazioni reperibili rispetto alla finanza sostenibile.

⁽¹⁹¹⁾ Si pensi all'*engagement and voting* che può far parte dell'una o dell'altra categoria a seconda della ragione che muove l'*engagement* sostenibile. In questo senso anche EUROSIF, *European SRI Study*, 2014, cit., 24, secondo il quale alcune strategie possono essere «neutral (for instance, ESG integration can both proactively seek to generate positive ESG impact or simply be motivated by better risk management considerations».

⁽¹⁹²⁾ La distinzione è di M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 397. Esistono, tuttavia, altre distinzioni che contengono contenuti simili, se non coincidenti: FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 10, che distingue «Value-driven» dai «Values-driven», in quanto «ESG considerations are capable of affecting investment decision-making in two distinct ways: they may affect the financial value to be ascribed to an investment as part of the decision making process and they may be relevant to the objectives that investment decision-makers pursue».

socialmente responsabile. La seconda, invece, integra fattori di sostenibilità al fine di ottenere un miglior rendimento a fronte di un rischio inferiore. L'obiettivo è, in sostanza, quello di migliorare la selezione dei titoli nei quali si investe alla luce di informazioni non strettamente finanziarie che hanno, però, riflessi finanziari. Secondo questa strategia nessun titolo può essere escluso se non sulla base di qualità e informazioni che abbiano un impatto di natura finanziaria, poiché questa linea d'azione mira, pur sempre, a massimizzare il guadagno ⁽¹⁹³⁾.

Nell'un caso il dovere di lealtà sarebbe in astratto integrato, nell'altro, invece non lo sarebbe.

Prescindendo per un momento dagli aspetti concreti, dagli studi e dai dati, cioè, che attestano (o meno) rendimenti maggiori a fronte di inferiori rischi nei titoli di emittenti che rispondono ai requisiti di sostenibilità, sembra potersi ritenere integrato il dovere di lealtà, nella sua declinazione di *miglior* interesse, qualora la massimizzazione del rendimento dell'investimento del cliente sia la prospettiva che guida l'operato del gestore. Sarebbe, anzi, addirittura doveroso – a fronte di benefici nella remunerazione dell'investimento – includere nella propria strategia di investimento e di gestione fattori di sostenibilità. Diversamente, qualora il piano di investimento mirasse anche a raggiungere degli obiettivi di natura etica, escludendo, ad esempio, tutte le società che operano in un determinato settore considerato riprovevole, non si raggiungerebbe necessariamente il miglior interesse del cliente che potrebbe, semmai, essere realizzato in via incidentale e casuale. Non si tratta, com'è evidente, di un processo alle intenzioni del gestore, bensì di tipologie di strategia di investimento e gestione diverse e precise che mirano a obiettivi differenti ⁽¹⁹⁴⁾.

⁽¹⁹³⁾ Così S.N. GARY, *Values and Value*, cit., 263 s.

⁽¹⁹⁴⁾ Parlano, nell'ambito di una nuova classificazione di strategie di investimento sostenibile di «ambition level» che descrive «how far an investment seeks to actively support the transition towards a more sustainable economy» T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, 2022, 5, reperibile all'indirizzo www.eurosif.org.

3.2. Le soluzioni prospettate dalle organizzazioni e dalle istituzioni.

Nelle ultime due decadi diversi soggetti istituzionali (oltre che copiosa letteratura scientifica) si sono occupati della tensione potenziale che sorge tra il rispetto dei doveri fiduciari e l'integrazione di fattori sostenibili nelle proprie strategie di investimento e gestione.

Prima di verificare se quanto è attualmente previsto dalla normativa europea con riferimento all'integrazione di fattori ESG nell'ambito del risparmio gestito permetta ai gestori di muoversi all'interno di questa categoria senza il timore di disattendere il proprio dovere fiduciario di agire nel migliore interesse del proprio beneficiario, pare opportuno brevemente dare atto e tenere in conto le soluzioni che sono state avanzate trattandosi della premessa teorica sulla quale poggiano gli interventi normativi in materia.

3.2.1. Il Freshfields Report (e il suo *follow up*).

Rispetto alla compatibilità dei doveri fiduciari con l'integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento e gestione il primo punto di riferimento è il c.d. Freshfields Report ⁽¹⁹⁵⁾, commissionato dalle Nazioni Unite nell'ambito del medesimo programma dal quale sono risultati i c.d. PRI ⁽¹⁹⁶⁾. Il rapporto, che pur si occupa di fondi pensione e

⁽¹⁹⁵⁾ Cfr. FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit.

United Nations Environment Programme Finance Initiative (in breve UNEP FI) lo considera il «single most effective document for promoting the integration of environmental, social and governance (ESG) issues into institutional investment» (cfr. l'indirizzo www.unepfi.org). N. LINCiano - E. CAFIERO - A. CIAVARELLA - G. DI STEFANO - E. LEVANTINI - G. MOLLO - S. NOCELLA - R. SANTAMARIA - M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, cit., 71, lo considerano «un punto di svolta nel dibattito».

⁽¹⁹⁶⁾ I *Principles for Responsible Investment* sono nati nel contesto dello UNEP FI, l'obiettivo del quale è promuovere un'azione «across the financial system to align economies with sustainable development», attraverso la collaborazione delle Nazioni Unite e il settore privato. Cfr. l'indirizzo www.unepfi.org.

Le Nazioni Unite hanno sostenuto l'organizzazione *Principles for Responsible Investments* (d'ora in avanti anche "PRI") la quale, nel 2006, ha redatto sei principi per favorire e regolare l'integrazione della sostenibilità nel processo di investimento. I principi, reperibili all'indirizzo www.unpri.org, premettono che le ragioni per le quali è necessario investire in modo responsabile sono tre: (i) la materialità, il riconoscimento, cioè da parte delle imprese e dalla letteratura scientifica che i fattori ESG possono avere un impatto sui rischi e sui guadagni; (ii) la richiesta da parte del mercato e, in particolare dei beneficiari e dei clienti che richiedono trasparenza circa le modalità con le quali i propri risparmi vengono investiti; (iii)

mutualistici, detta linee generali che prescindono dalla nozione di dovere fiduciario (pur ammettendosi che la stessa non assume caratteri analoghi nel tempo e nei differenti ordinamenti ⁽¹⁹⁷⁾) e possono applicarsi alla gestione collettiva nel suo complesso.

Gli apporti di maggior rilievo del rapporto in discussione consistono nell'aver riconosciuto, per un verso, che prendere in considerazione i fattori ESG sia sempre permesso secondo i doveri fiduciari degli investitori istituzionali e, per un altro, che in almeno tre circostanze sia *doveroso* prenderli in considerazione.

Con riferimento alla prima questione, il rapporto afferma che il corretto processo decisionale debba considerare tutti gli elementi che possano essere rilevanti ai fini della decisione, ivi inclusi quelli che possono avere un impatto sul valore della partecipazione. Questo significa, secondo il Report, tenere in conto considerazioni ESG in ogni decisione, in ragione dei dati empirici che dimostrano che queste considerazioni possano influire sul *valore* dell'investimento. Perciò – conclude il Report – non possono essere ignorate. Ignorarle importerebbe, in alcuni casi, una scorretta valutazione dell'investimento. Ciò non significa, secondo il rapporto, che in ogni circostanza i fattori ESG effettivamente abbiano un impatto sul valore, ma significa soltanto che non tenerli in considerazione potrebbe comportare un'inappropriata valutazione dell'investimento e, quindi, del processo decisionale che forma oggetto dei doveri fiduciari ⁽¹⁹⁸⁾.

la regolamentazione, la quale ritiene che considerare i fattori ESG faccia parte dei doveri degli investitori istituzionali nei confronti dei propri clienti (Cfr. PRI, 4).

Gli aderenti ai PRI debbono «where consistent with our fiduciary responsibilities»: (i) incorporare problematiche ESG nelle proprie analisi e nei propri processi d'investimento; (ii) essere proprietari «attivi» e incorporare i fattori ESG nelle proprie politiche di impegno e voto; (iii) esigere una adeguata trasparenza rispetto ai temi ESG da parte delle società nelle quali investono; (iv) promuovere l'accettazione e l'implementazione dei PRI nella *investment industry*; (v) lavorare per migliorare l'effettività dell'implementazione dei PRI; (vi) riportare sulla propria attività e progresso nell'implementazione dei PRI.

⁽¹⁹⁷⁾ Cfr. FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 10, nel quale viene affermato che «civil law jurisdictions do not recognize fiduciary duties as such, those duties being a product of the common law», ma che «investment decision-makers in these jurisdictions are subject to obligations that in many circumstances give rise to equivalent duties».

⁽¹⁹⁸⁾ Testualmente: «in our view, decision-makers are required to have regard (at some level) to ESG considerations in every decision they make. This is because there is a body of credible evidence demonstrating that such considerations often have a role to play in the proper analysis of investment *value*. As such they cannot be ignored, because doing so may result in investment being given an inappropriate value. Taking account of ESG considerations does not mean that each consideration or each category of considerations is to be given the same weight or that decision makers must agree the weight to be given to each consideration. There will inevitably be differences as to how considerations are to be defined and

Con riferimento alla seconda, il Report attribuisce il carattere di doverosità alla considerazione dei fattori ESG se: (i) vi è il chiaro consenso del beneficiario ovvero (ii) questi sono ragionevolmente alla base di un *material impact* sulla *performance* finanziaria dell'investimento. Ammette che si tenga in considerazione («may be taken into account») se i fattori ESG rappresentano l'elemento che distingue due investimenti parimenti attrattivi. In conclusione: «integrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions» ⁽¹⁹⁹⁾.

Al Freshfield Report è seguito, nel 2009, un *follow up* ⁽²⁰⁰⁾ e, nel tempo intercorrente tra i due Reports è occorsa la crisi finanziaria e sono stati adottati i PRI.

Ciò ha importato, per un verso, l'assiduo accostamento della formula del lungo termine alla prospettiva della sostenibilità ⁽²⁰¹⁾ e, per un altro, il costante raffronto con i PRI. Questi ultimi, ove ciò sia coerente con i doveri fiduciari dell'investitore istituzionale ⁽²⁰²⁾, formulano principi che, secondo il nuovo Report possono essere migliorati e rafforzati ulteriormente ⁽²⁰³⁾.

analysed. In some cases, the decision-maker may ultimately conclude that the ESG considerations relevant to a particular investment do not have a material impact upon financial performance. Such doctrinal differences do not justify a failure to identify such considerations and then assess their weight, however» (v., FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 10 s.).

⁽¹⁹⁹⁾ Cfr. FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 13.

⁽²⁰⁰⁾ UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, 2009, reperibile all'indirizzo www.unepfi.org.

⁽²⁰¹⁾ L'impatto della crisi finanziaria è sottolineato in apertura dall'introduzione al Report dell'allora sottosegretario generale e direttore esecutivo del programma ambientale delle Nazioni Unite, Achim Steiner, per il quale «out of the ashes of the worst financial and economic crisis in generations, the 21st century global economy should invest in real and inclusive long-term growth, genuine prosperity and job creation» e «investing in a green economy is a way of powering the world out of its current malaise of short-term thinking and an unsustainable “brown economy”»: il supporto ad una sostenibilità (invero più che altro ambientale) è vista come un mezzo per eradicare le conseguenze pregiudizievoli possibilmente causate da un approccio di breve periodo. UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 5.

⁽²⁰²⁾ La formulazione letterale, come anticipato *supra* nella nt. 196, reca «where consistent with our fiduciary responsibilities», così ammettendo che alcuni degli impegni dei firmatari possano *non* essere compatibili con i doveri fiduciari gravanti sull'investitore istituzionale. Si ammette, altresì, che preliminarmente ad ogni considerazione circa la sostenibilità l'investitore istituzionale sia tenuto ad osservare i propri doveri fiduciari.

⁽²⁰³⁾ Come detto, il UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 10, valuta i risultati raggiunti e i possibili aspetti passibili di miglioramento dei PRI. Rispetto a questo secondo aspetto, il *follow up*

Pur a fronte di posizioni ancora più nette circa la necessità di integrare fattori ESG nelle proprie strategie di investimento e di gestione ⁽²⁰⁴⁾, forse anche in ragione del fatto che la compatibilità in astratto dei doveri fiduciari con l'integrazione dei fattori ESG era già stata affermata dal Freshfield Report, nel *follow up* non vi sono rilevanti evoluzioni in punto di *duty of loyalty*.

Diverso discorso, invece, vale per il *duty of care* ⁽²⁰⁵⁾, con riferimento al quale viene esplicitamente affermato che tale dovere sarebbe disatteso qualora fossero ignorate considerazioni ESG, così come lo sarebbe qualora non fossero valutati gli effetti di queste sull'investimento ⁽²⁰⁶⁾.

3.2.2. Il dovere fiduciario nel ventunesimo secolo: il rapporto delle Nazioni Unite.

Con il dichiarato intento di «porre fine al dibattito sulla questione circa la possibilità che il dovere fiduciario possa essere un legittimo ostacolo all'integrazione delle questioni ambientali, sociali e di *governance* nei processi di investimento degli investitori» ⁽²⁰⁷⁾, le Nazioni Unite redigono un rapporto nel 2015, seguito dalla sua versione “finale” nel 2019 ⁽²⁰⁸⁾. Il rapporto si è reso necessario poiché, nonostante ci siano state scarse evoluzioni di

Report afferma che I PRI dovrebbero richiedere ai propri firmatari – al fine di mantenere la propria adesione ai PRI – di includere «ESG issues in their legal contracts» in quanto ciò consentirebbe ai beneficiari di ottenere *accountability* dai propri *asset managers* circa questi aspetti.

⁽²⁰⁴⁾ Esso afferma, infatti, che i fiduciari hanno il dovere di considerare più attivamente l'adozione di strategie di investimento responsabile e che debbono riconoscere che l'integrazione dei temi ESG nei processi di investimento e gestione è necessario a gestire il rischio e valutare correttamente le opportunità di un investimento a lungo termine. Aggiunge, infine, che i fiduciari saranno posti di fronte all'intendimento rispetto alla materialità dei problemi ESG e dei rischi sistemici che questi pongono, oltre che ai costi e le conseguenze che uno sviluppo non sostenibile può avere su valore a lungo termine dei propri portafogli: così UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 11.

⁽²⁰⁵⁾ Sul quale *ultra*, Capitolo Terzo.

⁽²⁰⁶⁾ Cfr. UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 28.

⁽²⁰⁷⁾ Testualmente: «the purpose of this report is to end the debate about whether fiduciary duty is a legitimate barrier to investors integrating environmental, social and governance (ESG) issues into their investment processes». Cfr. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, 9, reperibile all'indirizzo www.unepfi.org.

⁽²⁰⁸⁾ Il secondo rapporto è il risultato di un'iniziativa avanzata da PRI e UNEP FI nel 2016 che si era posta i seguenti obiettivi: (i) sviluppare e pubblicare uno *statement* sui doveri degli investitori istituzionali; (ii) predisporre un'analisi di come vengono regolati i doveri fiduciari nei diversi mercati

natura legislativa o regolamentare con riferimento ai doveri fiduciari degli investitori istituzionali, il contesto economico globale è mutato al punto che la condotta degli investitori istituzionali deve ad esso adeguarsi.

In altre parole, a fronte di un radicale cambiamento della realtà economica rispetto alla quale i legislatori avevano definito le regole di condotta degli investitori istituzionali, sono i doveri fiduciari a doversi adeguare – ancora prima, sembra, di un compiuto intervento legislativo (comunque auspicato ⁽²⁰⁹⁾) – alle esigenze sorte a seguito dell’emergere di un nuovo quadro economico ⁽²¹⁰⁾. Al fine di osservare i doveri fiduciari su di essi gravanti, gli investitori istituzionali debbono interpretarli (ed eventualmente modificarli) in considerazione di nuove istanze ed esigenze.

Il rapporto del 2019 – che sostituisce quello del 2015 – prende posizioni molto più nette rispetto al precedente circa l’esistenza di un dovere fiduciario di integrare considerazioni ESG nelle proprie strategie di investimento e gestione.

Nel primo rapporto, infatti, l’adeguato adempimento del dovere fiduciario veniva individuato nell’espletamento di un corretto processo decisionale nella strategia di investimento. Per potersi considerare rispettati i doveri fiduciari, la strategia di investimento dovrebbe incorporare anche i rischi ESG (dei rischi ESG e del correlato dovere di prudente gestione – facente parte del *duty of care* – si occupa prevalentemente il rapporto del 2015) ⁽²¹¹⁾. Si sottolineava a più riprese che nell’attuare le strategie di

internazionali; (iii) coinvolgere e incoraggiare i legislatori ad adottare misure regolatorie che chiariscano e formalizzino che il corretto adempimento dei doveri fiduciari degli investitori istituzionali si realizzi mediante l’inclusione delle questioni ESG. Cfr. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century – Final Report*, 2019, reperibile all’indirizzo www.unepfi.org, 2. Si analizzeranno nel prosieguo gli esiti del primo e del terzo obiettivo.

⁽²⁰⁹⁾ V. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 10, dove il Report suggerisce, tra le altre, che i regolatori chiariscano che il corretto adempimento ai doveri fiduciari imponga agli investitori istituzionali di prendere in considerazione problematiche ESG nei processi di investimento e nelle politiche d’impegno.

⁽²¹⁰⁾ Cfr. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 13, che afferma che «the economic and market environment in which the law is applied has changed dramatically. Factors such as globalization, population growth and natural resource scarcity, the internet and social media, and the changing community and stakeholder norms all contribute to the evolution in the relevance of ESG factors to investment risk and return. This necessarily changes the standards of conduct *required* of fiduciaries to *satisfy their duties under the law* [enfasi aggiunta; ndr]».

⁽²¹¹⁾ V. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 14, ove si afferma che nonostante le autorità non prendano una posizione sul dovere se un investitore istituzionale circa l’integrazione dei rischi ESG nelle proprie strategie di investimento, nel valutare l’operato dell’investitore, vagliano le decisioni

investimento l'obiettivo primario degli investitori dovesse essere l'interesse ultimo del beneficiario. In detto contesto, gli investitori istituzionali «are encouraged to take a proactive, long-term approach on ESG issues [enfasi aggiunta; ndr]»: incoraggiati, quindi, ma non *obbligati* in ragione dei doveri fiduciari su di essi gravanti. In altre parole: è il *duty of care* che richiede di considerare i rischi ESG, ma il *duty of loyalty* sotto il profilo del perseguimento delle questioni ESG pare essere neutro, dacché si esige che l'interesse perseguito sia quello dei beneficiari finali, senza che quest'ultimo si connoti alla luce di considerazioni sostenibili. E infatti «asset owners may take account of wider ESG issues, so long as there is a clear focus on beneficiaries' interests»⁽²¹²⁾; se la scelta più sostenibile (accolta in ragione di una politica di rischio che prendeva in considerazione fattori ESG) provocasse dei danni significativi all'interesse del beneficiario, detta politica deve essere rivista e corretta⁽²¹³⁾.

Nel rapporto del 2019 sono ancora più marcate (anche perché supportate da diversi studi empirici pubblicati nell'arco temporale che separa i due rapporti) le indicazioni circa l'esigenza che siano incorporati i rischi ESG nelle analisi finanziarie concernenti gli investimenti⁽²¹⁴⁾. Con riferimento al *duty of care* – che sarà comunque oggetto di approfondimenti *ultra* e che pertanto ci si limita in questa sede soltanto a segnalare – il rapporto del 2019 introduce alcuni elementi di non scarsa rilevanza.

che hanno esposto il portafoglio ad un certo rischio e si aspettano che l'istituzionale verifichi in maniera esplicita le implicazioni di detto rischio sul portafoglio.

Le conclusioni del rapporto, sul punto, possono sembrare apodittiche quando si dice che «failing to consider long-term investment value drivers, which include environmental, social and governance issues, in investment practice is a failure of fiduciary duty» (cfr. ID., 9) ma sono da interpretarsi – sulla base di quanto previsto nel complesso dal rapporto – nel senso che sarebbe più corretto integrare, nelle proprie analisi sui rischi, anche il rischio sostenibilità e non che il perseguimento di strategie di investimento che privilegino la sostenibilità siano doverose in ragione dei doveri fiduciari.

⁽²¹²⁾ UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 14.

⁽²¹³⁾ Ad esempio – spiega il rapporto – la decisione di non investire in miniere di carbone può essere considerata coerente con i doveri fiduciari se la decisione si fonda su ipotesi credibili ed un solido processo decisionale. Questo significa però anche, che qualora – a valle dei risultati dell'investimento – vi siano dei dati che suggeriscano altrimenti ovvero che la decisione comporti un danno significativo agli interessi dei beneficiari, l'investitore debba modificare le proprie strategie. Cfr. V. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 14.

⁽²¹⁴⁾ V. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century – Final Report*, 2019, cit., 21, ove si riconosce che è parte del dovere di prudenza quello di «incorporating financially material ESG factors into their investment decision making, consistent with the timeframe obligation»; e ciò in quanto – come avvisato in apertura del rapporto (5) – «fiduciary duty also needs to reflect the materiality of ESG issues, particularly the risks posed by climate change».

Viene in primo luogo incluso tra i doveri fiduciari di diligente gestione quello di essere «an active owner, encouraging high standards of ESG performance in the companies or other entities in which they are invested»: non solo, quindi, è dovere dell'investitore istituzionale essere un partecipante attivo alla vita e alle decisioni della società partecipata, ma è un suo dovere fiduciario incoraggiare e promuovere cambiamenti di natura sostenibile nelle società partecipate.

Sempre rispetto al *duty of care* ⁽²¹⁵⁾ e alla – ormai data per assunta – necessaria integrazione dei rischi ESG nei processi di analisi finanziaria sottesi alle strategie di investimento, il rapporto del 2019 forma un legame tra queste ultime e le prospettive temporali dell'investimento ⁽²¹⁶⁾. In sostanza, l'integrazione del rischio deve essere coerente con la durata dell'investimento. Pur essendo una questione che potrebbe sembrare sufficientemente pacifica da poter essere omessa nella descrizione dei doveri fiduciari, l'orizzonte temporale degli investimenti rappresenta un elemento centrale nell'analisi del rapporto tra i doveri fiduciari e la sostenibilità.

Rispetto ai doveri di lealtà, al pari del precedente, non si notano rilevanti evoluzioni: il rapporto ribadisce quanto era già stato previsto dal Freshfields Report, la doverosità di promuovere investimenti sostenibili *se* in questo senso si orientano le preferenze dei propri beneficiari; e ciò anche nell'eventualità in cui queste preferenze non impattino finanziariamente l'investimento (e non sarebbero, pertanto, prese in considerazione) ⁽²¹⁷⁾. L'obbligo di prendere in considerazione i fattori ESG esiste qualora vi sia l'espresso consenso del beneficiario ovvero se detti fattori rilevano da un punto di vista finanziario per l'investimento. Ne consegue che questi, se non rilevano dal punto di vista finanziario,

⁽²¹⁵⁾ La considerazione di un determinato rischio (come quello climatico, ad esempio) nella propria strategia di investimento è parte del *duty of care* e non tanto del *duty of loyalty*: cfr. HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, cit., 20, ove si afferma che pur essendo particolarmente stringente il dovere di prudenza nella Direttiva UCITS, non vi è un esplicito dovere di includere i problemi legati alla sostenibilità nelle proprie strategie di investimento.

⁽²¹⁶⁾ È dovere fiduciario degli investitori istituzionali quello di «incorporate financially material ESG factors into their investment decision making, consistent with the timeframe of the obligation» (UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century – Final Report*, 2019, cit., 21).

⁽²¹⁷⁾ Cfr. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century – Final Report*, 2019, cit., 21, che letteralmente dispone che, con riferimento al *duty of loyalty*, i fiduciari debbono «understand and incorporate into their decision making the sustainability preferences of beneficiaries and/or clients, whether or not these preferences are financially material». Cfr. altresì *supra* il par. 3.2.1.

devono essere considerati soltanto di fronte ad una esplicita preferenza in tal senso da parte del beneficiario.

3.2.3. La consultazione della Commissione europea e il High-Level Expert Group.

Nonostante i diversi e numerosi rapporti istituzionali che sottolineavano (e miravano a risolvere) le possibili discrasie tra i doveri fiduciari e l'investimento sostenibile, il legislatore europeo è intervenuto soltanto di recente, a fronte della richiesta di chiarimenti da parte del *High-Level Expert Group on sustainable finance* ⁽²¹⁸⁾. A seguito di essa, la Commissione europea ha promosso una consultazione pubblica riguardante i doveri degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi con riferimento alla sostenibilità ⁽²¹⁹⁾ con l'obiettivo di chiarire se e come una delucidazione circa i doveri fiduciari degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi rispetto alla sostenibilità possa contribuire ad una più efficiente allocazione del capitale e ad una crescita sostenibile ed inclusiva ⁽²²⁰⁾.

La maggior parte dei partecipanti alla consultazione ha concordato che sia dovere dei soggetti che investono professionalmente includere fattori di sostenibilità nel proprio processo decisionale. Non sembrano esserci, tuttavia, particolari riferimenti alle modalità applicative concrete né all'estensione di detto dovere. In altre parole: fino a che punto può spingersi la "presa in considerazione" delle questioni di sostenibilità? In che fase e momento del processo dell'investimento? Molti partecipanti chiedono, infatti, che un

⁽²¹⁸⁾ Cfr. HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Interim Report*, 2017, 57 s., il quale, preoccupandosi del comune fraintendimento dei doveri fiduciari come rivolti alla sola massimizzazione del guadagno nel breve termine, considera necessario l'intervento della Commissione sul punto. Chiede, in particolare, che la Commissione europea: chiarisca mediante nuovi provvedimenti (ovvero la revisione di AIFMD, MiFID II, UCITS e così via) «that the duties of loyalty and prudence explicitly integrate material ESG factors and long-term sustainability»; sul punto ammette la necessità che vi sia flessibilità e proporzionalità in modo che si assicuri che «material ESG factors are integrated into the national definitions of fiduciary duties».

⁽²¹⁹⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document – Institutional investors and asset managers' duties regarding sustainability*, 2017.

⁽²²⁰⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document – Institutional investors and asset managers' duties regarding sustainability*, cit., 4, ove testualmente «the Commission has decided to start work on an impact assessment to assess whether and how a clarification of the duties of institutional investors and asset managers in terms of sustainability could contribute to a more efficient allocation of capital, and to sustainable and inclusive growth».

intervento normativo dell'Unione chiarisca come integrare i fattori di sostenibilità nel processo decisionale, con l'obiettivo, in particolare di: (i) rimuovere il fraintendimento che il dovere fiduciario dell'investitore istituzionale consista nella massimizzazione dei guadagni e, per effetto, gli schemi di investimento non possano prendere in considerazione fattori ESG; (ii) chiarire che tutti gli schemi di investimento debbano vagliare fattori considerati "financially material" e, pertanto, anche quelli che riguardano la sostenibilità; e, infine, (iii) chiarire che, in alcune circostanze, possono essere valutate anche questioni *non* "financially material" ai fini dell'investimento.

Diversi partecipanti, invece, preoccupati che modifiche al dovere fiduciario aumentino le possibilità che il rischio sostenibilità sia sovrastimato e che altri, più immediati, siano invece sottostimati, chiedono al legislatore di non intervenire nella modifica dei doveri fiduciari ⁽²²¹⁾.

A domande precise non sono seguite risposte – come si vedrà nel paragrafo immediatamente successivo – del medesimo tenore.

Il contributo del rapporto finale del High-Level Expert Group pare relativizzare molto i doveri fiduciari degli investitori istituzionali: questi dipendono in gran parte, sembra potersi interpretare da quanto viene affermato, dai termini del rapporto fiduciario che intercorre con i propri clienti. Ne discende che l'integrazione della sostenibilità dipende dall'orizzonte temporale e dalle preferenze dei propri beneficiari ⁽²²²⁾.

Questi ultimi – si aggiunge – dovrebbero essere informati e comprendere i potenziali *rischi* e benefici dell'incorporare fattori ESG nella strategia di investimento, in modo che l'integrazione della sostenibilità sia consapevole e sia scelta da entrambe le parti ⁽²²³⁾.

⁽²²¹⁾ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback Statement – Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability*, 2018, 5.

⁽²²²⁾ HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, cit., 20 s.: «in fulfilling their duties, investors should incorporate sustainability factors consistent with the broad interests, investment horizons and sustainability preferences of their clients and beneficiaries».

⁽²²³⁾ Cfr. HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, cit., 21.

4. Il regolamento sull’informativa sostenibile nei servizi finanziari: l’assenza di un chiaro indice di condotta.

Sulla base delle raccomandazioni espresse dal *High Level Expert Group* e a seguito della consultazione pubblica, il legislatore europeo formula una strategia per la finanza sostenibile che si pone, tra gli altri, l’obiettivo⁽²²⁴⁾ di presentare una «proposta legislativa volta a chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività circa le considerazioni relative alla sostenibilità»⁽²²⁵⁾. In ragione di questi⁽²²⁶⁾ è stato emanato il Regolamento relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari⁽²²⁷⁾ che si prefigge di chiarire come gli investitori istituzionali debbano integrare fattori di sostenibilità nei loro processi decisionali. L’obiettivo del SFDR è quello di ridurre l’asimmetria delle informazioni tra *principal* e *agent* rispetto all’«integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali e sociali, e degli investimenti sostenibili» obbligando investitori istituzionali e gestori di attivi⁽²²⁸⁾ ad «effettuare informative precontrattuali e continuative destinate agli investitori finali, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli investitori finali»⁽²²⁹⁾.

⁽²²⁴⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 9.

⁽²²⁵⁾ Gli obiettivi della proposta sono di: «i) imporre esplicitamente agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di integrare gli aspetti attinenti alla sostenibilità nel loro processo decisionale relativo agli investimenti e ii) aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali riguardo al modo in cui integrano tali fattori di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento, in particolare per quanto riguarda la loro esposizione ai rischi di sostenibilità»: così COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 10.

⁽²²⁶⁾ In questo senso D. BUSCH - G. FERRARINI - A. VAN DEN HURK, *The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünwald, Switzerland, 2021, 41, ove gli autori spiegano altresì – attribuendola principalmente alla già pervasiva *compliance* alle regole in esso contenute – le ragioni sottese alla rapida emanazione del SFDR.

⁽²²⁷⁾ Cfr. Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (d’ora in avanti “SFDR” ovvero “Regolamento Disclosure”).

⁽²²⁸⁾ Questi sono – ai fini e ai sensi dell’art. 1 del SFDR – «partecipanti ai mercati finanziari», categoria della quale fanno parte anche le imprese di investimento che forniscono il servizio di gestione del portafoglio, gli enti pensionistici, i gestori di un fondo di *venture capital* e così via.

⁽²²⁹⁾ Cfr. Considerando 10, SFDR.

La strategia normativa del legislatore per far fronte ai problemi di agenzia tra beneficiario finale e il proprio investitore istituzionale è quella, pertanto, di ridurre le asimmetrie informative tra il primo ed il secondo. Render (potenzialmente) più consapevoli i beneficiari finali circa i possibili impatti negativi della strategia d'investimento adottata dal proprio gestore ovvero rispetto ai rischi ai quali il proprio investimento è sottoposto in ragione di eventi ambientali o sociali contribuirebbe alla transizione verso una finanza più sostenibile. Non potendosi in questa sede adeguatamente analizzare la strategia normativa (ma rimandando l'argomento a qualche cenno conclusivo ⁽²³⁰⁾), ci si limita ad osservare, nel merito, come questa è stata definita. E ciò al fine di distinguere ed analizzare i doveri fiduciari in essa previsti e di verificare se il quadro normativo fornisca un'adeguata risposta – come si propone – all'interrogativo circa la compatibilità (o meno) di una strategia di investimento e di gestione che persegua interessi *altri*, con il dovere fiduciario di operare nel miglior interesse del beneficiario.

L'impianto del Regolamento Disclosure può suddividersi – per quanto qui d'interesse – in tre distinte sezioni che ambiscono a disporre la trasparenza in tre diversi ambiti che riguardano la sostenibilità del e nell'investimento ⁽²³¹⁾.

La prima sezione richiede che i partecipanti ai mercati finanziari pubblichino sui loro siti *web* informazioni sulle loro politiche di integrazione dei *rischi di sostenibilità* nei loro processi decisionali relativi agli investimenti (art. 3 SFDR); includano nelle proprie politiche di remunerazione informazioni su come dette politiche siano coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità (art. 5 SFDR); rendano noto, nell'informativa precontrattuale (a) come i rischi di sostenibilità sono integrati nelle decisioni di investimento e (b) i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili (art. 6 SFDR) ⁽²³²⁾. Com'è evidente, il primo blocco di provvedimenti ha ad oggetto il «rischio di sostenibilità» che viene definito, dallo stesso Regolamento Disclosure nel Considerando

⁽²³⁰⁾ V., *ultra* par. 6.

⁽²³¹⁾ La presenza di tre distinti blocchi appare chiaramente anche dalla formulazione dell'art. 1, rubricato «oggetto» postula che il Regolamento Disclosure «stabilisce norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei *rischi di sostenibilità* e la considerazione degli *effetti negativi per la sostenibilità* nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni *connesse alla sostenibilità* relative ai prodotti finanziari».

⁽²³²⁾ L'art. 6 SFDR ammette che i partecipanti ai mercati finanziari non ritengano rilevanti i rischi di sostenibilità e che, in tale circostanza, includano nell'informativa precontrattuale «una spiegazione chiara e concisa al riguardo».

14esimo e nell'art. 2, co. 22, come «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento».

Il secondo blocco riguarda, invece, i possibili *effetti negativi* per la sostenibilità, tanto a livello di soggetto, quanto a livello di prodotto. L'art. 4 del Regolamento Disclosure stabilisce che i partecipanti ai mercati finanziari pubblichino sui propri siti *web*; (a) se prendono in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una «dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti» che tenga conto delle dimensioni, attività e dei prodotti che sono resi disponibili; (b) se non li prendono in considerazione, una chiara motivazione di tale mancata considerazione, «comprese, se del caso, informazioni concernenti se e quando intendono prendere in considerazione tali effetti negativi»; l'art. 7 SFDR impone regole assimilabili a quelle dettate dall'art. 4, ma le richiede per il prodotto finanziario, categoria nella quale rientrano i fondi di investimento alternativi (FIA), i portafogli gestiti, i prodotti pensionistici, gli OICVM e così via ⁽²³³⁾.

Il terzo ambito di intervento riguarda, invece la trasparenza: della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale (art. 8 SFDR); degli investimenti sostenibili ⁽²³⁴⁾ nelle informazioni precontrattuali (art. 9 SFDR); della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili sui siti *web* (art. 10 SFDR) e nelle relazioni periodiche (art. 11 SFDR). In linea generale, la trasparenza riguarda le modalità con le quali le caratteristiche ambientali o sociali (e di *governance*) siano rispettate dal prodotto finanziario che si promuove e l'indice di

⁽²³³⁾ Cfr. art. 2, co. 12, SFDR.

⁽²³⁴⁾ Definito all'art. 2, co. 17, SFDR come l'investimento «in un'attività economica che contribuisce ad un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali».

riferimento (e come sia coerente con le dette caratteristiche) ⁽²³⁵⁾. A quest'ultimo ambito deve aggiungersi – pur circoscrivendosi agli artt. 8 e 9: all'informativa, quindi, precontrattuale delle caratteristiche ambientali e sociali e degli investimenti sostenibili – l'art. 7 del Regolamento Tassonomia ⁽²³⁶⁾ ove si afferma che un prodotto finanziario che non promuova caratteristiche ambientali o sociali non si possa definire investimento sostenibile e, per l'effetto, debba recare un'informativa che lo qualifichi come un investimento che non tiene conto «dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili» ⁽²³⁷⁾.

Alla luce di quanto si è appena esposto, ci si limita a trarre qualche breve conclusione con riferimento a quanto previsto dal Regolamento Disclosure e dalla normativa di secondo livello che modifica la Direttiva UCITS e la AIFMD rispetto a quanto è richiesto dal primo ⁽²³⁸⁾.

La prima osservazione che occorre è che il Regolamento Disclosure – così come la succitata normativa di secondo livello – sembra indirettamente porre degli obblighi di natura sostanziale soltanto rispetto al *duty of care*, del quale si dirà più diffusamente *ultra*.

⁽²³⁵⁾ Il Regolamento Disclosure considera anche le eventualità nelle quali l'indice non sia individuato e richiede, sul punto, che sia inclusa la spiegazione su come sia raggiunto l'obiettivo sostenibile che il prodotto si prefigge di raggiungere.

⁽²³⁶⁾ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

⁽²³⁷⁾ Cfr. art. 7, Regolamento Tassonomia, rubricato «trasparenza di altri prodotti finanziari nelle informazioni precontrattuali e nelle relazioni periodiche». Sul possibile ruolo del Regolamento Tassonomia nell'allineare gli incentivi degli investitori istituzionali con l'interesse dei beneficiari finali v. A.M. PACCES, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster a Sustainable Corporate Governance?*, ECGI Law Working Paper n. 611/2021, reperibile all'indirizzo *internet* dell'Istituto.

⁽²³⁸⁾ Si fa riferimento alla Direttiva delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e al Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto. Il Considerando 3 chiarisce che la valutazione d'impatto della Commissione europea pubblicata nel maggio 2018 (Impact assessment SWD(2018) 264 final) «ha evidenziato la necessità di chiarire che i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA)» e le società di gestione «debbono tenere conto dei fattori di sostenibilità in sede di assolvimento dei loro doveri nei confronti degli investitori». Questi «dovrebbero pertanto valutare non solo tutti i pertinenti rischi finanziari su base continuativa, ma anche tutti i pertinenti rischi di sostenibilità di cui al regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio che, laddove si verificano, potrebbero causare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore di un investimento». Poiché né il Regolamento delegato 231/2013 né la direttiva 2010/43/UE fanno esplicito riferimento ai rischi di sostenibilità si è reso necessario «chiarire che i processi, i sistemi e i controlli interni» dei gestori riflettono i rischi di sostenibilità.

Del rischio di sostenibilità deve tenersi conto al fine di adempiere adeguatamente ai propri doveri di diligente e prudente gestione. Il rischio – anche per come è definito dallo stesso regolamento – concerne possibili effetti negativi di un evento che, se preso in debita considerazione, poteva contribuire a ridurre il rischio o addirittura ad evitarlo. Diversamente, non si chiarisce affatto quando prendere in considerazione interessi *altri* sia compatibile con il *duty of loyalty*. Nulla viene affermato con riferimento agli effetti positivi di un investimento sostenibile: ai benefici, quindi, in termini di ritorno economico, che può comportare l'adozione di una determinata strategia.

Il Regolamento Disclosure prende in considerazione due tipologie di investimento ESG: quello c.d. “light green” (racchiuso dalla definizione dell’art. 8 SFDR come quel prodotto finanziario che promuove «tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche») e quello c.d. “dark green” (che ha, come obiettivo «investimenti sostenibili» ai sensi dell’art. 9 SFDR), rispetto alle quali il regolamento richiede una determinata trasparenza informativa (come si è visto, tanto in positivo quanto in negativo ⁽²³⁹⁾). Non si rinvencono, tuttavia, indicazioni in merito alle circostanze nelle quali può ritenersi integrato il dovere di lealtà se si prendono interessi *altri* in considerazione. Il regolamento si limita a commentare che la «considerazione dei fattori di sostenibilità nei processi decisionali in materia di investimenti e nei processi di consulenza può produrre vantaggi che non si limitano ai mercati finanziari» in quanto così facendo si può «accrescere la resilienza dell’economia reale e la stabilità del sistema finanziario» e ciò «può incidere in ultima istanza sul rischio/rendimento dei prodotti finanziari» ⁽²⁴⁰⁾. La formulazione dubitativa che non viene accompagnata da alcun esplicito provvedimento sul punto non pare essere un sufficiente indicatore della compatibilità assoluta del dovere di lealtà con la considerazione dei fattori ESG. Si pensi, altresì, che l’art. 30 del Regolamento delegato 231/2013 ⁽²⁴¹⁾ dispone – in forza del nuovo Regolamento delegato 2021/1255 – l’obbligo per il gestore del fondo «quando individua i tipi di conflitti di interesse la cui esistenza può ledere gli interessi» di includere «i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere a seguito dell’integrazione dei rischi di sostenibilità nei suoi processi, sistemi e controlli interni» ⁽²⁴²⁾. S’impone, in altre parole,

⁽²³⁹⁾ Cfr., *retro*, par. 4.

⁽²⁴⁰⁾ Cfr. il Considerando 19 SFDR.

⁽²⁴¹⁾ Per la disamina del quale si rimanda a quanto detto in precedenza, *supra*, parr. 1.3. ss.

⁽²⁴²⁾ Cfr. art. 1, Regolamento delegato 2021/1255.

nell'ambito della gestione dei conflitti di interesse – che consiste, come si è visto, in una prima fase di individuazione degli stessi – di includervi quelli che possono sorgere in ragione della presa in considerazione dei *rischi* di sostenibilità. Non è chiaro perché la presa in considerazione di un rischio (concernente la valutazione, quindi, di un elemento possibilmente negativo per il valore dell'investimento) rientri nel novero dei conflitti d'interesse che – senza dover cedere a tautologie – presuppone quantomeno l'esistenza di un interesse.

5. Conclusioni: l'insufficienza del quadro normativo attuale ai fini del chiarimento circa la perfetta compatibilità in astratto del dovere fiduciario di lealtà e l'integrazione di fattori sostenibili nelle scelte di investimento e di gestione.

Nonostante le ambiziose premesse dei diversi rapporti istituzionali e dei progetti legislativi dell'Unione europea dei quali si è dato conto, non sembra possibile avvalorare con sufficiente certezza la tesi secondo la quale la considerazione dei fattori di sostenibilità nelle scelte di investimento (e di gestione) sia sempre compatibile con il dovere fiduciario, gravante sugli investitori istituzionali, di operare nel miglior interesse dei propri beneficiari. I partecipanti alla consultazione della Commissione europea ⁽²⁴³⁾ avevano evidenziato che i loro doveri fiduciari rispetto alla sostenibilità non erano affatto chiari, esplicitando per l'effetto come ciò costituisse un disincentivo ad operare un'integrazione massiva nei portafogli gestiti di fattori sostenibili: non pare che gli interventi normativi successivi abbiano particolarmente chiarito il rapporto tra doveri fiduciari e sostenibilità.

Sarebbe tuttavia impreciso affermare che non vi sono stati chiarimenti rispetto ai doveri fiduciari degli investitori istituzionali quantomeno rispetto al dovere di diligente gestione, rispetto quindi al *duty of care*. Come si vedrà *ultra* ⁽²⁴⁴⁾, non pare più potersi dubitare che ai fini di una corretta valutazione dei rischi relativi all'investimento, il “rischio sostenibilità” possa essere ignorato. Ne consegue che il dovere di diligente

⁽²⁴³⁾ V. COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback Statement – Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability*, cit., 10.

⁽²⁴⁴⁾ Cfr. Capitolo terzo, Sezione II.

gestione può considerarsi adempiuto se e quando i rischi individuati dalla normativa siano adeguatamente valutati dall'investitore istituzionale.

Diversamente – con riferimento al *duty of loyalty* – non pare che il quadro normativo attuale chiarisca che il perseguire finalità *altre* (pur riferibili a determinati ambiti e avvalorate da definizioni e tassonomie precise ed infine risultanti in indici stabiliti) sia sempre compatibile con il dovere di fare il miglior interesse del proprio beneficiario. Ciò che emerge, piuttosto, è che perfino l'integrazione del *rischio* sostenibile sia una circostanza che può dare luogo ad un conflitto tra interessi diversi. Al pari di ogni altro conflitto, quello introdotto dal rischio sostenibile deve essere correttamente individuato ed eventualmente gestito ⁽²⁴⁵⁾.

Non può, in altre parole, accedersi alla tesi di chi sostiene che il dibattito possa, sul punto, considerarsi superato alla luce della normativa europea che – viene affermato – ammette che la considerazione dei fattori ESG sia non tanto compatibile con il corretto adempimento dei doveri fiduciari dei gestori di attivi «ma addirittura *doveros[a]* sul piano del processo decisionale» ⁽²⁴⁶⁾.

5.1. (Segue) Impossibilità di pervenire ad una soluzione affermativa in via interpretativa: le clausole generali del miglior interesse e dell'integrità del mercato.

Poiché l'attuale quadro normativo vigente non consente agli investitori istituzionali di assumere – salvo i casi che si diranno ⁽²⁴⁷⁾ – che l'inclusione di fattori sostenibili nelle proprie strategie di investimento sia compatibile con il dovere fiduciario di operare nel migliore interesse del beneficiario, occorre domandarsi se alla soluzione dell'interrogativo possa pervenirsi mediante un'opera d'interpretazione.

⁽²⁴⁵⁾ Cfr. *retro* par. 1.3.2.

⁽²⁴⁶⁾ Così N. LINCIANO - E. CAFIERO - A. CIAVARELLA - G. DI STEFANO - E. LEVANTINI - G. MOLLO - S. NOCELLA - R. SANTAMARIA - M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, cit., 72, per i quali «gli obblighi di trasparenza imposti dalle norme citate implicano, infatti, lo svolgimento di attività valutative interne da parte degli investitori istituzionali e dei gestori in merito alla necessità e/o all'opportunità che fattori ESG siano integrati nell'attività di investimento nonché alle modalità con cui farlo; attività valutative senza le quali non sarebbe possibile alimentare l'informativa richiesta dalla regolamentazione».

⁽²⁴⁷⁾ *V. ultra*, par. 6.

Ci si chiede, in particolare, se le clausole generali del miglior interesse e dell'integrità del mercato consentano di confermare una *assoluta* compatibilità tra il dovere di lealtà e l'integrazione di fattori di sostenibilità nelle scelte di investimento e gestione.

Come si è detto più sopra, il miglior interesse è una clausola generale che discende in una certa misura da quanto è richiesto al gestore da parte del suo beneficiario. Il miglior interesse necessariamente riflette l'attività dell'investitore istituzionale: l'attività, cioè, che viene a questa richiesta in ragione dell'affidamento dei propri risparmi. Poiché quanto demandato all'investitore istituzionale è – in linea generale (e fatta eccezione per i casi che si diranno poi) – la massimizzazione dei rendimenti nel rispetto del programma (e del rischio) pattuito, la promozione di investimenti sostenibili sarebbe rispettosa dell'imperativo di perseguire il miglior interesse del fiduciante ogniqualvolta al detto investimento corrispondesse un beneficio in termini di ritorni. In effetti, potrebbero accogliersi questi investimenti soltanto sulla base di una valutazione in termini strettamente finanziari.

Sotto questo profilo, potrebbero (*rectius*: dovrebbero) perseguirsi strategie di investimento e gestione sostenibili se si accedesse a due distinti approcci interpretativi: quello della *universal ownership* ⁽²⁴⁸⁾, e quello che positivamente correla migliori *performances* sostenibili a quelle finanziarie.

La prima teoria postula che poiché i grandi investitori istituzionali detengono titoli in società tanto diverse che riflettono l'economia generale, la *performance* dei titoli dipende non già dall'andamento del portafoglio nel suo insieme, bensì dalla *performance* dell'economia nel suo complesso ⁽²⁴⁹⁾. Ne consegue che il portafoglio dell'investitore

⁽²⁴⁸⁾ Si fa riferimento alla teoria di J.P. HAWLEY - A.T. WILLIAMS, *The Emergence of Universal Owners: Some Implications of Institutional Equity Ownership*, in *Challenge*, 2000, 43 ss.

⁽²⁴⁹⁾ Cfr. J. HAWLEY - A. WILLIAMS, *The rise of fiduciary capitalism: How Institutional Investors can make corporate America more democratic*, Philadelphia, 2000, XV.

A questa teoria possono accostarsene altre che si pongono nella medesima prospettiva. Esse, infatti, adottano il punto di vista del rischio del portafoglio nel suo complesso a scapito di quello afferente alla singola società partecipata (il rischio sistemico rispetto, invece, a quello idiosincratico). V. J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, cit., 630, secondo il quale poiché i portafogli diversificati secondo la *Modern Portfolio Theory* non subiscono il rischio idiosincratico (quello, cioè, che riguarda una singola società in portafoglio), ma solo quelli sistemici, gli investitori istituzionali debbono – nel rispetto dei propri doveri fiduciari – occuparsi di ridurlo. Il rischio sistemico si identifica prevalentemente (o quantomeno sicuramente) nel rischio afferente al cambiamento climatico, perciò «pension fund managers who are *not* thinking about the systemic dimension in their engagements are falling short of the objective of maximizing

subisce le esternalità positive al pari di quelle negative delle imprese nelle quali investe⁽²⁵⁰⁾. Poiché gli *universal owners* «own the economy as a whole»⁽²⁵¹⁾, devono occuparsi del generale benessere dell'economia, non di quella (soltanto) della singola società che detengono in portafoglio. Nel lungo termine, si sostiene, la *performance* dei loro portafogli diversificati dipende dalla *performance* dell'economia nel suo complesso. Ne deriva che, al fine di massimizzare i loro investimenti (e tutelarli dal rischio di esternalità negative) questi debbono adoperarsi per impedire l'accadimento dei suddetti problemi.

Il secondo approccio menzionato è quello che lega prodotti ESG ad un rendimento superiore, che lega, cioè la *corporate social performance* (CSP)⁽²⁵²⁾ alla *corporate financial performance* (CFP) della medesima società. A fronte di una correlazione positiva sarebbe, com'è stato sostenuto nel Freshfield Report⁽²⁵³⁾, doveroso integrare la sostenibilità nelle proprie strategie di investimento. In effetti, non si potrebbe revocare in dubbio che – qualora i prodotti sostenibili garantissero rendimenti maggiori degli altri – il dovere fiduciario di lealtà richiederebbe di perseguire strategie di investimento e gestione sostenibili.

risk-adjusted returns». L'Autore promuove pertanto una *stewardship* rivolta al contenimento del rischio sistemico. Assume una prospettiva non dissimile – che privilegia, quindi, la prospettiva di portafoglio piuttosto che quella *firm-specific* – J.C. COFFEE jr, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *Columbia Bus. L. Rev.*, 2021, 602 ss., ma spec. 636 s., il quale teorizza gli impatti positivi di una «Portfolio-Wide Perspective». Esso afferma che una strategia collettiva degli investitori istituzionali «on a portfolio-wide basis» (non, quindi, *firm-specific*) porterebbe rendimenti superiori ovvero rischi inferiori non confliggendo, pertanto, con la *sole interest rule*. La promozione di politiche ESG ben potrebbe importare la riduzione dei rendimenti finanziari di *alcune* società in portafoglio (come, ad esempio, di quelle operanti nel settore carbonifero), ma potrebbe specularmente comportare un accrescimento delle condizioni finanziarie delle altre società (quelle, per esempio, operanti nel settore dell'energia eolica). Cfr. sul punto anche M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, cit., 1 ss., la quale, assunto che il rischio idiosincratice non impatta un portafoglio diversificato, afferma che gli investitori istituzionali diversificati dovrebbero essere razionalmente motivati ad internalizzare le esternalità negative.

⁽²⁵⁰⁾ «Universal owners' portfolios are negatively impacted by pollution since one firm's waste is another firm's expense»: così Cfr. J. HAWLEY - A. WILLIAMS, *The rise of fiduciary capitalism: How Institutional Investors can make corporate America more democratic*, cit., XV.

⁽²⁵¹⁾ J. HAWLEY - A. WILLIAMS, *The rise of fiduciary capitalism: How Institutional Investors can make corporate America more democratic*, cit., 179.

⁽²⁵²⁾ *Performance* che oggi sono valutate da numerosissimi *providers* di *scores* e *ratings*. Tra i diversi tipi di valutazione si annoverano gli *ESG impact ratings* (che valutano le *performance* ambientali, sociali e di *governance* di un emittente e di un prodotto); *ESG risk ratings* (che riguardano l'esposizione a rischi connessi ai fattori ESG) e altri che afferiscono alla *disclosure* ESG, alla rilevanza dei fattori ESG per il *rating* del merito del credito.

⁽²⁵³⁾ Cfr., *retro*, par. 3.2.1.

Oltre a non potersi ignorare la circostanza che non ci sono – ad oggi – rilevanti studi empirici che attestino un forte legame tra la il primo e il secondo profilo ⁽²⁵⁴⁾, e che il metodo di analisi sul quale si fondano questi studi è stato posto in discussione ⁽²⁵⁵⁾, è da

⁽²⁵⁴⁾ Notano che a società nordamericane con elevata emissione di CO₂ corrispondono ritorni maggiori rispetto a quelle con emissioni inferiori: P. BOLTON - M. KACPERCZYK, *Do Investors Care about Carbon Risk?*, 2019, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

Cfr., invece, J.D. MARGOLIS - H.A. ELFENBEIN - J.P. WALSH, *Does it pay to be good...And does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance*, 2009, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com, i quali conducono una meta-analisi su 251 studi che valutano il legame tra la *corporate social performance* (CSP) e la *corporate financial performance* (CFP) e ne concludono che «the overall effect is positive but small».

Più di recente, cfr. V. AZEVEDO - C. KASERER - L.M.S. CAMPOS, *Investor sentiment and the time-varying sustainability premium*, in *J. Asset Management*, 2021, 600 ss., i quali cercano di fornire una risposta alla ragione per la quale gli studi che analizzano la relazione tra la *corporate social and environmental responsibility* e i *corporate expected returns* (CER) abbiano finora fornito risultati inconcludenti. La ragione è, secondo gli autori, che il “sustainability premium” (la differenza di rendimento, cioè, tra le società che hanno un alto livello di CSR/CER rispetto a quelle che ne hanno uno inferiore) varia nel tempo ed è correlato alle preferenze degli investitori. Nel medesimo senso, v., anche: J.P. NAUGHTON - C. WANG - I. YEUNG, *Investor Sentiment for Corporate Social Performance*, in *the Accounting Rev.*, 2019, 401 ss., i quali documentano il ruolo che assumono le preferenze degli investitori rispetto alla CSR e F. LOPEZ-DE-SILANES - J.A. MCCAHERY - P.C. PUDSCHEDL, *ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis*, 2020, in *Singapore J. Legal Stud.*, 2020, 217 ss., i quali non rinvencono legami tra la *performance ESG* e la *performance finanziaria*.

Ci sono, però, anche molti studi che notano un legame positivo tra CSR e CER. V., tra i molti: R.G. ECCLES - I. IOANNOU - G. SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, 2014, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com, i quali notano – su un campione di 180 società nordamericane – che quelle che vengono da loro definite “High sustainability companies” mostrano migliori *performances* sia in punto di prezzo dei titoli sia sotto il profilo della *performance finanziaria*, nel lungo periodo; G.L. CLARK - A. FEINER - M. VIEHS, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can drive Financial Outperformance*, 2015, 10, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com, i quali, attraverso una meta-analisi affermano che i due valori sono correlati e che «it is in the best economic interest for corporate managers and investors to incorporate sustainability considerations into decision-making processes» (quest'ultimo rapporto è citato anche da COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback Statement – Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability*, cit., 5, come «some evidence that ESG performance and stock price are positively correlated in the long term»).

⁽²⁵⁵⁾ V., per tutti, P. KRÜGER, *Corporate goodness and shareholder wealth*, in *J. of Fin. Ec.*, 2015, 304 ss., ma spec. 306, ove quale evidenza i (molti e) diversi problemi metodologici cui è soggetta un'analisi che ponga in correlazione i due fattori dei quali si discorre. Si sofferma, in particolare, sul problema della causalità inversa e sottolinea che «studies that regress portfolio returns of trading strategies or other annual measures of firm value (e.g., Tobin's *q*) on low-frequency measures of CSR (e.g., annual ratings) cannot address the basic question of whether companies do well because they do good or whether they do good because they do well». Sottolinea altresì che la società può aver conseguito buone *corporate financial performances* per fattori del tutto indipendenti dall'approccio sostenibile della società in analisi (come ad esempio un buon *management*).

C'è chi, invece – ponendo la questione in termini di *shareholder value maximization* (SV) ed *enlightened shareholder value* (ESV) – conclude che «at best, replacing SV with ESV would create neither value nor harm»: L.A. BEBCHUCK - K. KASTIEL - R. TALLARITA, *Does enlightened shareholder value add value?*, 2022, reperibile su www.ssrn.com.

considerarsi altresì che quand'anche fosse riscontrabile una correlazione tra gli interventi sostenibili di singole società e la loro *performance* finanziaria, ciò non giustificherebbe comunque l'adozione in forma stabile di una strategia che abbia ad oggetto investimenti sostenibili da parte degli investitori istituzionali. Ciò giustificherebbe, in linea di principio (e semmai), la scelta in determinate circostanze, ma non sarebbe sufficiente a sorreggere l'adozione stabile di una politica d'investimento in quanto, trattandosi di fattori di natura non finanziaria, la correlazione è (meramente) circostanziale ⁽²⁵⁶⁾.

Non solo. A detta criticità si aggiunga che entrambi gli approcci prospettati formulano le aspettative di maggiori rendimenti e di benefici attesi in ragione di externalità positive *soltanto* nel lungo periodo. Posto che, allo stato, non sembrano esserci sufficienti dati empirici circa la produzione di maggiori rendimenti nel lungo periodo tali da suffragare la scelta di una stabile strategia di investimento sostenibile ⁽²⁵⁷⁾, non può non rilevarsi che non tutti gli investitori istituzionali – come nemmeno i loro beneficiari – hanno prospettive di investimento di lungo periodo.

Occorre infine brevemente vagliare anche la possibilità che una strategia sostenibile sia *sempre* compatibile con il dovere fiduciario di lealtà in ragione della clausola generale dell'integrità di mercato, prevista dalle regole dell'Unione europea, così come anche dall'art. 35-*decies* T.u.f.

Potrebbe a questo proposito ipotizzarsi che l'integrità del mercato – nell'interesse della quale operano gli investitori istituzionali – sia da tradursi con la promozione degli investimenti sostenibili – come in effetti sembra affermare il legislatore europeo ⁽²⁵⁸⁾ –.

⁽²⁵⁶⁾ Così si esprime J. SANDBERG, *Socially responsible investment and the conceptual limits of fiduciary duty*, in *Institutional Investment and Fiduciary Duty*, a cura di J.P. Hawley - A.G.F. Hoepner - K.L. Johnson - J. Sandberg - E. Waitzer, Cambridge, 2014, 302.

⁽²⁵⁷⁾ V. J. SANDBERG, *Socially responsible investment and the conceptual limits of fiduciary duty*, cit., 303 s., il quale, oltre a evidenziare l'assenza (che ormai non può più dirsi assoluta: cfr. *supra* nt. 255 e specialmente lo studio di R.G. ECCLES - I. IOANNOU - G. SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, cit.) di dati empirici a riguardo, considera anche molto difficile che un risultato empirico sulla base di dette premesse possa difficilmente raggiungersi.

⁽²⁵⁸⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 5, ove si afferma che «prodotti finanziari sostenibili proteggerebbero l'integrità e la fiducia in un mercato finanziario sostenibile»; ma v. anche, tra gli altri, HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, cit., 61, nel quale viene raccomandato il principio «Think Sustainability First» che sarebbe pienamente compatibile con gli obiettivi di stabilità finanziaria, integrità del mercato e protezione dei consumatori.

Se è vero che l'integrità del mercato può essere definita – in senso ampio – ricomprendere *anche* preoccupazioni di sostenibilità ambientale, sociale e così via, ciò non è sufficiente al fine di supportare la compatibilità (in assoluto) delle politiche di investimento (e gestione) sostenibile con il dovere fiduciario di lealtà. Pur essendo una clausola generale ed, in quanto tale, passibile di farsi portatrice di diversi significati, qualora in essa volesse leggersi un'interpretazione sì estensiva, si incorrerebbe nel rischio di potervi ricomprendere potenzialmente qualsiasi interesse, ampliando la discrezionalità del gestore in maniera eccessiva.

Alla medesima conclusione deve pervenirsi altresì (e *a fortiori*) se si accede ad una visione dell'integrità del mercato come un interesse che si realizza attraverso e grazie al perseguimento dell'interesse degli Oicr e dei partecipanti. Come si è visto, l'integrità del mercato non può essere interpretata come un interesse distinto ed ulteriore (nonché potenzialmente confliggente) con quello degli Oicr. Si tratta, in termini essenziali, di un interesse coincidente con quello dei clienti e degli Oicr. Si rischierebbe, in caso contrario, di pervenire alla paradossale circostanza nella quale il gestore potrebbe esimersi dalla propria responsabilità per non aver perseguito gli interessi dei beneficiari ma quelli dell'integrità del mercato ⁽²⁵⁹⁾.

6. Impossibilità di risolvere in termini positivi l'interrogativo in assenza del preventivo consenso del beneficiario.

Chiarito definitivamente che non esiste uno spazio *generale* (applicabile, cioè, indistintamente a tutti gli investitori istituzionali e gestori di attivi) nel quale la presa in considerazione di interessi altri sia compatibile con il dovere di lealtà, preme ora valutare se e quando ciò sia possibile ed, eventualmente, in che misura.

L'unica circostanza nella quale nel corretto adempimento del proprio dovere di lealtà possa rientrare la stabile presa in considerazione di interessi altri (rispetto a quello del beneficiario) non può che essere quando vi è il consenso preventivo del beneficiario.

Prospettato all'investitore finale il tipo di investimento che il gestore si propone, il primo è libero di scegliere se le proprie preferenze in materia ambientale o sociali e etiche

⁽²⁵⁹⁾ Cfr., *supra*, par. 1.2.1.

possano influenzare (anche, eventualmente, negativamente) la gestione dei propri risparmi in monte. Ne discende che quando il gestore opera nel «miglior interesse» del beneficiario in questo (ed in questo soltanto) caso, esso può interpretarsi alla stregua di un interesse non meramente finanziario ⁽²⁶⁰⁾. Questa lettura esclude, naturalmente, l'interpretazione del «miglior interesse» in senso amplissimo, in un senso, cioè, che in esso vi legge anche gli interessi legati alla qualità della vita e al generale *welfare* del cliente ⁽²⁶¹⁾. Questa visione amplierebbe a dismisura la discrezionalità del gestore, che potrebbe giustificare qualsivoglia intrapresa con il perseguimento dell'interesse dei beneficiari (il benessere generale dei quali risponde necessariamente a criteri diversissimi tra di loro) ⁽²⁶²⁾.

In assenza di un preventivo consenso, in altri termini, risponderebbe al dovere di lealtà soltanto il «basic ESG investment»: quello, cioè, che ha il solo obiettivo di mitigare i rischi (rispondendo ai propri doveri di diligente gestione). I fattori sostenibili rilevano in un momento precedente all'investimento nell'ambito di un *negative screening*. Non c'è, quindi, l'ambizione di contribuire ad una transizione verso un'economia più sostenibile ⁽²⁶³⁾.

⁽²⁶⁰⁾ V., sul punto, B.J. RICHARDSON, *Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?*, in *Banking and Fin. L. Rev.*, 2007, 158 s., secondo il quale anche se «the duty of loyalty has been interpreted as requiring the trustees to demonstrate that the decision is motivated only by the financial interests of the beneficiary» il beneficio del fiduciante «is not necessarily confined to a financial benefit. If beneficiaries share a moral objection to a particular form of investment, it could be construed as for their benefit if the trust avoided that investment, possibly even at the cost of a lower financial return».

Nel medesimo senso, v. anche FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 12, ove riferimenti alla giurisprudenza inglese circa il «best interest».

Contrario sembra essere J. SANDBERG, *Socially responsible investment and the conceptual limits of fiduciary duty*, cit., 304 ss., secondo il quale è difficile riconoscere, prendere atto e correttamente indirizzare le preferenze di ogni singolo investitore.

⁽²⁶¹⁾ V., sul punto, C. JOLY, *The Greening of Financial Markets*, in *Finance for Sustainable Development*, New York, 2002, 300, il quale afferma che in caso di risparmi a lungo termine e fondi pensione, gli interessi dei beneficiari possano includere i loro interessi sociali e ambientali in aggiunta a quelli puramente finanziari nella misura in cui lo scopo del danaro è uno strumento piuttosto che un fine e quando il processo di creazione di ricchezza è in contraddizione con l'eventuale godimento di tale ricchezza.

⁽²⁶²⁾ Per una critica alla teoria di Joly, v., J. SANDBERG, *Socially responsible investment and the conceptual limits of fiduciary duty*, cit., 306 s.

⁽²⁶³⁾ Cfr.: T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 8 s., che distinguono le seguenti strategie d'investimento quando si realizzano anche in considerazione di scelte legate alla sostenibilità, facendo

Ciò non significa che al gestore al quale non siano state date indicazioni in questo senso sia inibito dall'investire del tutto in società che hanno un buon *rating* ESG, ovvero – più in generale – in prodotti ESG se, secondo la discrezionalità che gli compete, il ritorno di quel prodotto è vantaggioso in termini finanziari per il suo beneficiario. Lo stesso può dirsi con riferimento alla gestione delle partecipazioni: l'espressione favorevole del voto in favore di politiche maggiormente sostenibili è un proprio dovere se in questo senso è la preferenza del beneficiario o se vi sono ragionevoli indici che portano a ritenere che ciò possa comportare un profitto per il beneficiario (per via, ad esempio, di vantaggi reputazionali finanziariamente rilevanti). I voti assembleari dell'ultima stagione negli Stati Uniti riflettono, peraltro, un certo conservatorismo sulle politiche ambientali ⁽²⁶⁴⁾.

La sola circostanza, quindi, nella quale si ravvisa integrato il dovere di lealtà di perseguire il miglior interesse del proprio beneficiario perseguendo *stabili* strategie sostenibili è l'ottenimento di un consenso nel momento in cui si instaura il rapporto tra fiduciante e fiduciario.

Ciò sembra essere avallato anche dalle recenti politiche europee in materia di servizi di investimento ⁽²⁶⁵⁾ che richiedono alle imprese che forniscono servizi di investimento di far esprimere ai propri clienti le preferenze in materia di sostenibilità, in modo da poter loro somministrare un servizio adeguato. Il Regolamento delegato

ricadere, però, nella categoria degli “investimenti sostenibili” soltanto gli ultimi tre: *exclusion-focused*, *basic* ESG, *advanced* ESG, *Impact Aligned* e *Impact Generating*. Gli obiettivi della categoria in discorso vengono descritti in questi termini: «the main objective of Basic ESG investments is to mitigate ESG risks, providing an important category for the traditional focus of investors on long-term risk-adjusted returns. They have a marginal ambition to actively support the transition towards a more sustainable economy, since evidence for a positive contribution remains speculative».

⁽²⁶⁴⁾ Quasi tutte le proposte volte a frenare le società dal finanziamento di progetti con combustibili fossili sono fallite nella stagione assembleare del 2022: cfr. H. OROWITZ - R. KUMAR - L.A. HAGEL, *An Early Look at the 2022 Proxy Season*, 7 luglio 2022, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu. In ogni caso, pare utile notare che tra le 924 *shareholder proposals*, la netta maggioranza riguarda questioni di *governance*, seguiti (pur con un consistente distacco) da temi sociali. Le *proposals* afferenti temi ambientali sono state una esigua minoranza.

⁽²⁶⁵⁾ Cfr. il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, che postula che «le imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimenti e servizi di gestione del portafoglio dovrebbero essere in grado di raccomandare prodotti finanziari adeguati ai loro clienti e potenziali clienti e quindi di porre domande per identificare le loro preferenze di sostenibilità individuali» (Considerando 5).

1253/2021 precisa, tuttavia, che prima di ricevere informazioni circa le preferenze di sostenibilità dei clienti, chi offre il servizio di investimento «dovrebbe valutare gli altri obiettivi di investimento, l’orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente»⁽²⁶⁶⁾.

Tralasciando l’effettiva possibilità che un cliente sia in grado di valutare adeguatamente (sulla base di un questionario) le proprie preferenze in materia di sostenibilità⁽²⁶⁷⁾, il Regolamento delegato pone l’attenzione su un elemento strumentale all’analisi in discorso: la relazione tra l’orizzonte temporale dell’investitore con l’investimento sostenibile. Se è vero che la sostenibilità non si può sviluppare in un contesto dove prevalgono perimetri d’osservazione di breve periodo poiché raggiungere un’economia sostenibile richiede investimenti che possono essere ammortizzati nell’arco di diversi anni⁽²⁶⁸⁾, ne deriva che l’investimento che sia anche (in una certa misura) sostenibile non possa che promuoversi qualora il beneficiario abbia un orizzonte temporale di investimento di lungo periodo.

⁽²⁶⁶⁾ V. Regolamento delegato 1253/2021, Considerando 5.

⁽²⁶⁷⁾ Cfr., sul punto, J. NILSSON, *The preferences of beneficiaries: what can we learn from research on retail investors?*, in *Institutional Investment and Fiduciary Duty*, a cura di J.P. Hawley - A.G.F. Hoepner - K.L. Johnson - J. Sandberg - E. Waitzer, Cambridge, 2014, 385 s., secondo il quale la maggior parte dei beneficiari non è interessata a sapere come i propri risparmi sono investiti. L’A. afferma che la maggior parte dei beneficiari non abbia preferenze in materia di investimenti, fatta eccezione di una generalissima coscienza etica che potrebbe eventualmente valere a rispondere in maniera affermativa alla domanda sulla possibilità di promuovere un investimento che in una qualche misura sia socialmente responsabile. Tuttavia, al di fuori di questo generico consenso, ogni scelta ulteriore riguardante gli “stili” di investimento è – secondo l’A. – ben al di là delle capacità e interessi della maggioranza dei beneficiari.

Si veda, però, più di recente – tenendo conto, quindi, anche delle evoluzioni in materia di investimento delle nuove generazioni a seguito dell’emergenza pandemica – M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1253 ss. V. anche il recente studio di S. HIRST - K. KASTIEL - T. KRICHEL-KATZ, *How Much Do Investors Care about Social Responsibility?*, 2022, reperibile all’indirizzo www.ssrn.com, nel quale – in un contesto che tiene in considerazione (pur tenendoli distinti) tanto gli azionisti di società quanto gli investitori di fondi – si conclude che i soggetti analizzati sono più propensi a rinunciare a maggiori rendimenti e privilegiare interessi *altri*, quando consumano o fanno donazioni, piuttosto che quando investono. In aggiunta, mentre buona parte dei soggetti sono disposti a rinunciare a rendimenti al fine di promuovere un interesse sociale, una percentuale significativa di essi ha una forte preferenza verso la massimizzazione dei guadagni e non è disposta a rinunciare anche una minima parte di questi ultimi per promuovere obiettivi sociali.

⁽²⁶⁸⁾ In questi termini, HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, cit., 45, che dedica un’intera sezione a «short-termism, sustainability and the “tragedy of the horizon”», ove si precisa a più riprese che la sostenibilità richiede un orientamento a lungo termine dei fattori ESG.

Alla luce di ciò pare legittimo domandarsi se un investimento di lungo termine possa giustificare la scelta del gestore in termini *non meramente finanziari* nel breve periodo che potrebbero divenire finanziari nel lungo. In questo senso sembrano deporre anche la più parte delle indagini empiriche ⁽²⁶⁹⁾ e gli studi che registrano le preferenze dei beneficiari finali ⁽²⁷⁰⁾.

Da quanto prospettato, tuttavia, non sembra potersi affermare che la discrezionalità del gestore possa prescindere – anche nel caso in cui l’orizzonte temporale del beneficiario sia di lungo termine – da valutazioni di natura finanziaria se il beneficiario non l’abbia a ciò autorizzato.

Secondo una classificazione di investimenti sostenibili ⁽²⁷¹⁾, possono quindi risultare compatibili con il dovere di lealtà solo gli investimenti *impact aligned* e *impact generating* in quanto in entrambi l’obiettivo (e quindi l’interesse perseguito e dichiarato) è anche quello di affrontare criticità sociali e climatiche e la materialità è duplice (di impatto e non soltanto quella finanziaria) ⁽²⁷²⁾. Al beneficiario finale interessa tanto che i fattori ambientali, sociali e di *governance* influenzino positivamente la *performance* della società partecipata (c.d. “outside-in”), tanto che la società partecipata apporti un contributo positivo sull’ambiente e sulla società (c.d. “inside-out”).

⁽²⁶⁹⁾ Cfr. R.G. ECCLES - I. IOANNOU - G. SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, cit., *passim*.

⁽²⁷⁰⁾ V. L. STARKS - P. VENKAT - Q. ZHU, *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons*, 2020, reperibile all’indirizzo www.ssrn.com.

⁽²⁷¹⁾ Cfr. T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 8.

⁽²⁷²⁾ Cfr. T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 6, i quali distinguono tra la *financial* e la *impact materiality*. La prima si riferisce all’informazione necessaria a verificare gli effetti della sostenibilità sulle *performances* dei titoli delle società partecipate. Diversamente, la seconda riguarda le informazioni che concernono le modalità con le quali le partecipate influenzano questioni inerenti alla sostenibilità.

CAPITOLO TERZO

IL DOVERE DI DILIGENTE GESTIONE: STRUTTURA E PROBLEMI

APPLICATIVI

SOMMARIO: 1. Premessa. — SEZIONE I — STRUTTURA E PROBLEMI DEL *DUTY OF CARE* NELLA GESTIONE COLLETTIVA — 2. L'art. 35-decies T.u.f. e i due possibili piani d'indagine. — 2.1. Il dovere di diligente gestione in senso stretto. — 2.2. L'esercizio del diritto di voto: sull'estensione del dovere organizzativo del gestore e sulla compatibilità di una strategia del tutto passiva con il dovere di diligenza. — 3. Sulla sussistenza di un dovere di *stewardship* da parte del gestore. — 4. La diligente gestione: il caso dei fondi indicizzati. — 5. Sul ruolo della diligente gestione nell'esternalizzazione di (alcune) funzioni: i *proxy advisors* e gli *index providers*. — 5.1. (Segue) I *proxy advisors*. — 5.2. (Segue) Gli *index providers*. — 5.3. (Segue) Cenni conclusivi. — SEZIONE II — L'EVOLUZIONE DEI DOVERI FIDUCIARI DI DILIGENTE GESTIONE IN CONSIDERAZIONE DELL'INVESTIMENTO SOSTENIBILE — 6. L'investimento sostenibile e la diligente gestione: premessa e chiarimento metodologico. — 7. La sostenibilità nelle scelte di investimento e nel monitoraggio: il rischio sostenibilità e i fattori sostenibili. — 8. Cenni sulla diversificazione del portafoglio.

1. Premessa.

Il *duty of care* riguarda, in senso lato, l'esecuzione di un servizio. Esso si sostanzia nel presidio che delimita lo spazio discrezionale ⁽¹⁾ all'interno del quale il gestore attua

⁽¹⁾ Cfr. C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1989, 154, la quale sottolinea che la discrezionalità è in una certa misura "imposta" dalle caratteristiche dell'istituto poiché il gestore può perseguire il proprio obiettivo di massimizzazione del rendimento, mediante impieghi diversificati e rischio monitorato soltanto se la propria attività può esprimersi con la più ampia libertà, senza, quindi, ingerenza dei partecipanti al fondo. Così anche D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, cit., 930, il quale sottolinea che la discrezionalità è limitata soltanto dal regolamento del fondo (in relazione alla politica di gestione) e dai limiti della legislazione regolamentare.

Rispetto alla possibilità che il gestore si avvalga dell'insindacabilità nel merito delle scelte (di investimento) rispetto al patrimonio gestito v. P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 605 ss., il quale è contrario ad un integrale sindacato *a posteriori* dell'attività del gestore, pur riconoscendo che la *business judgment rule* non possa essere applicata analogicamente, dal diritto societario, al fenomeno della gestione collettiva. In un'attività – qual è quella di gestione di fondi – nella quale il rischio è "di investimento" e non "d'impresa", rilevano tanto la propensione al rischio del singolo OICR, sia la natura

la prestazione in ragione della propria esperienza, conoscenza e professionalità⁽²⁾. Poiché la prestazione si identifica in un'obbligazione di mezzi⁽³⁾, l'insieme di regole di comportamento che discendono dal dovere di diligente gestione sono tese a garantire che il gestore abbia, per un verso, acquisito informazioni e conoscenze sufficienti a formalizzare strategie di investimento adeguate e, per altro verso, posto in essere procedure di monitoraggio che verifichino il profilo di rischio del portafoglio⁽⁴⁾.

Nel diritto del *trust*, il dovere di cura coincide con il dovere di prudenza⁽⁵⁾, il quale si cristallizza, nei rapporti fiduciari che hanno ad oggetto l'investimento degli altrui risparmi, nella regola del *prudent investor*⁽⁶⁾. Quest'ultima – in ragione della sua ispirazione alla *modern portfolio theory*⁽⁷⁾ – viene misurata (e risulta correttamente impiegata dal fiduciario) a seconda della strategia di investimento adottata dal gestore in ragione degli obiettivi di rendimento del portafoglio rapportati al livello di rischio al quale il fiduciante ha acconsentito⁽⁸⁾.

della scelta presa; in questo contesto «i margini di sindacabilità sembrano inversamente proporzionali alla rischiosità del fondo e, quindi, alla decisione di “investimento”» (608).

(²) In questi termini: T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, cit., 169.

(³) Cfr., sul punto, D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, cit., 933 ss.

(⁴) V., sul punto, E.R. IANNACCONE, *Il processo di investimento degli Oicr e le regole di condotta*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 475.

(⁵) V. M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 425.

(⁶) Sottolinea J. YOUNGDAHL, *The basis of fiduciary duty in investment in the US*, in *Institutional Investment and Fiduciary Duty*, a cura di J.P. Hawley - A.G.F. Hoepner - K.L. Johnson - J. Sandberg - E. Waitzer, Cambridge, 2014, 24 s., che fino all'adozione, nel 1992 (con il Restatement (3rd) of Trusts), della regola del *prudent investor*, vigevo quella del *prudent man* che richiedeva al *trustee* di assecondare le necessità dei beneficiari mantenendo integro il *corpus* del *trust*. Il passaggio da una regola a quella successiva si è reso necessario in ragione del fatto che – secondo la più parte della letteratura e della giurisprudenza – la regola del *prudent man* «improperly constrained the opportunities of investments by trustees, and exposed trustees to liability if they chose “impermissible” investment vehicles», scontrandosi così con le prassi più diffuse dell'*asset management*.

Per una disamina della regola del *prudent man* v., per tutti, J.N. GORDON, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1987, 52 ss.

(⁷) Sulla quale v. *retro*, Capitolo primo, par. 3.1, nt. 172.

(⁸) Questa richiede al *trustee*, secondo il Restatement (3rd) of Trusts, di gestire un portafoglio mediante una strategia di investimento che ragionevolmente risponda al rischio e agli obiettivi di rendimento del *trust* nonché di diversificare l'investimento del *trust*. «In sum, under the rule, a trustee must minimize idiosyncratic risk, align market risk with trust risk tolerance, and manage risk on an ongoing basis»: M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, in *J. of Empirical L. Studies*, 2017, 130. Per una ricostruzione del rapporto tra la *prudent investor*

Accanto allo *standard* della diligenza professionale ⁽⁹⁾, per definire il contenuto dell'attività del gestore, il legislatore europeo ha introdotto, sulla scorta di quanto previsto nell'ordinamento nordamericano, regole di "prudenza" che richiedono al primo di rispettare minuziose prescrizioni in ordine alla diversificazione del rischio e alla gestione del portafoglio: elementi, questi ultimi, che risultano connaturare l'attività di gestione del risparmio ⁽¹⁰⁾. Il dovere di diligenza si identifica, pertanto, e acquista significato grazie e mediante il rispetto di regole di dettaglio.

Nel capitolo che precede si è esaminato il dovere di lealtà degli investitori istituzionali indagando, in particolare, il rapporto tra il dovere di lealtà e l'esercizio del voto. Tale rapporto afferisce al *quomodo* dell'esercizio del voto: quest'ultimo – al pari di ogni altra attività posta in essere dall'investitore istituzionale – deve tendere al perseguimento del miglior interesse del proprio beneficiario.

Nell'indagine che segue, nella prima Sezione, ci si propone invece di indagare come l'esercizio del voto in rapporto alla diligente gestione. Sul punto è necessario verificare se (ed eventualmente in quale misura) sia configurabile un dovere di esercitare il voto; se quindi, l'esercizio del diritto di voto sia vincolato (e, se sì, in quale misura) anche con riferimento all'*an*. Ci si chiede, segnatamente, se una strategia di voto (dichiaratamente) del tutto passiva sia compatibile con il dovere di diligente gestione. In aggiunta, poiché la diligente gestione si manifesta – si vedrà – soprattutto nel monitoraggio dell'investimento, l'indagine afferisce anche all'attività di *stewardship*. Ci si domanda, al riguardo, se essa rientri nella nozione di monitoraggio e sia, per l'effetto, un'attività doverosa per il gestore. Si solleveranno, infine, taluni problemi applicativi che emergono alla luce dell'ampio ricorso, da parte degli investitori istituzionali, sia agli indici, sia ai consulenti in materia di voto.

rule e la *modern portfolio theory*, v. C.S. WEIGL, *Prudent Investor Rule and Modern Portfolio Theory*, cit., 145 ss.

⁽⁹⁾ La quale si giustifica in ragione dell'esercizio di un'attività riservata «che deve essere prestata, per definizione, in via professionale»: R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 642. Nel medesimo senso anche D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, cit., 933 ss. e P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 603.

⁽¹⁰⁾ Non potrebbero, infatti, esistere l'una senza l'altra: cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 33. V., anche P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 604, il quale nota che il rispetto (che si attesta a livello microprudenziale), da parte dei gestori, del complesso sistema delle regole di condotta permette il raggiungimento anche di obiettivi macroprudenziali di «stabilità sistemica intrinseci all'AIFMD».

Al pari del capitolo che riguarda il dovere di lealtà, nella seconda Sezione, si è ritenuto necessario esaminare la portata delle recenti evoluzioni in materia di investimento sostenibile in rapporto al dovere di diligente gestione. Diversamente, però, da quanto si è visto nel capitolo che precede, il legislatore europeo è direttamente intervenuto nella regolazione del rapporto tra il dovere di diligente gestione e la sostenibilità: l'analisi prende pertanto le mosse dal quadro normativo di riferimento.

Le conclusioni raggiunte in punto di dovere di lealtà ⁽¹¹⁾ non consentono all'investitore istituzionale di prendere in considerazione interessi altri, a meno che non vi sia il consenso del beneficiario finale. Nell'analisi che segue si mira a verificare se dette conclusioni restino valide *anche* alla luce delle modifiche normative intervenute in materia di diligente gestione e investimento sostenibile. Soltanto in caso di un esito positivo a quest'ultimo quesito può, infatti, confermarsi che l'investimento sostenibile (come definito nel capitolo precedente ⁽¹²⁾) sia perseguibile soltanto se vi sia un'esplicita indicazione del beneficiario finale.

⁽¹¹⁾ Cfr. *retro*, Capitolo Secondo, par. 6.

⁽¹²⁾ Cfr. *retro*, Capitolo Secondo, par. 3.1.

SEZIONE I

STRUTTURA E PROBLEMI DEL *DUTY OF CARE* NELLA GESTIONE COLLETTIVA

2. L'art. 35-decies T.u.f. e i due possibili piani d'indagine.

L'art. 35-decies, co. 1, lett. a), c) ed e) T.u.f., impone ai gestori di operare con *diligenza, correttezza e trasparenza*, disponendo adeguate risorse e procedure atte ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi. Ai gestori è richiesto, infine, di provvedere all'esercizio del voto inerente agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti nell'interesse dei partecipanti. Se si accede ad una lettura che include, nell'alveo della diligente gestione, anche l'esercizio del voto ⁽¹³⁾, quello appena tratteggiato è, in buona sostanza, il nucleo prescritto dal Testo Unico.

In detto nucleo sono, però, ravvisabili due piani distinti passibili d'autonoma indagine: il primo, che attiene più strettamente alla diligente gestione, concerne i doveri che informano lo svolgimento delle attività funzionali al raggiungimento dell'obiettivo di gestione ⁽¹⁴⁾. Il secondo, invece, riguarda l'*an* di una specifica attività di gestione: l'esercizio del diritto di voto.

Assunti i distinti piani d'indagine, si tratterà in primo luogo delle modalità di svolgimento delle operazioni di gestione, occupandosi poi, dell'eventuale esistenza di un dovere – in capo a tutti i gestori – di esercitare il diritto di voto.

2.1. Il dovere di diligente gestione in senso stretto.

⁽¹³⁾ Soprattutto in ragione della formulazione letterale del disposto in commento, l'esercizio del voto è stato considerato un obbligo di natura "organizzativa" facente parte, per l'effetto, del dovere di diligente gestione. Sul punto v., *ultra*, il par. 2.2.

⁽¹⁴⁾ V. C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., 155 s..

L'art. 35-*decies* T.u.f. riproduce – con lievi differenze – la disciplina dell'Unione europea che, anche sotto il profilo del dovere di diligente gestione, risulta uniforme (seppur non del tutto armonizzata) ⁽¹⁵⁾.

Ai sensi del T.u.f., l'operato del gestore dev'essere diligente, corretto e trasparente ⁽¹⁶⁾.

L'impianto del Testo Unico sembra ricalcare la AIFMD ⁽¹⁷⁾, più che la direttiva UCITS. Quest'ultima, infatti, ascrive la *correttezza* alla sfera di competenza del dovere di lealtà, laddove richiede che i gestori agiscano «in modo leale e corretto» ⁽¹⁸⁾ nell'interesse dei fondi che gestiscono; mentre al dovere di diligente gestione sembra afferire il dovere di agire «con la competenza, l'impegno e la diligenza necessari» ⁽¹⁹⁾. La ragione di tale collocazione della *correttezza* sembra discendere dalla traduzione italiana di *fairly*, che si riferisce tipicamente al dovere di lealtà ⁽²⁰⁾ e che si identifica con la buona fede oggettiva ⁽²¹⁾. Per questa ragione si considererà la *correttezza* assorbita dalle precedenti analisi in ordine al dovere di lealtà.

Al pari si esclude dalla presente indagine l'analisi del requisito della trasparenza che, pur essendo il principio ispiratore della più parte delle strategie normative commentate in ordine al rapporto tra clienti e investitori istituzionali ⁽²²⁾, si traduce – ricevendo così il proprio significato – in precisi obblighi definiti dalle disposizioni

⁽¹⁵⁾ Come lo è anche nella disciplina del *duty of loyalty*. Sulle distinzioni tra le direttive UCITS e AIFM in rapporto al dovere di lealtà, v. il Capitolo Secondo, par. 1.1.

⁽¹⁶⁾ Cfr. art. 35-*decies*, co. 1, lett. a), il quale dispone che le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «operano con *diligenza, correttezza e trasparenza* [enfasi aggiunte; ndr].»

⁽¹⁷⁾ V. art. 12, co. 1, lett. a) ove si richiede che i gestori «agiscano onestamente, con la competenza, la cura, la diligenza e la *correttezza* dovute nell'esercizio delle loro attività [enfasi aggiunta; ndr]» mentre al dovere di lealtà afferisce la lett. b): «agiscono nel miglior interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato».

⁽¹⁸⁾ Cfr. art. 14, co. 1, lett. a), direttiva UCITS.

⁽¹⁹⁾ Così l'art. 14, co. 1, lett. b), direttiva UCITS.

⁽²⁰⁾ Anche in letteratura è operata la distinzione: v., P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 602 ss., il quale distingue il «dovere di correttezza» (assimilabile a quello di «fedeltà») e consistente nel gestire il fondo nell'esclusivo interesse dei partecipanti) da quello di «diligenza».

⁽²¹⁾ V., sul punto, G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 606, per il quale «diligenza e correttezza, assumono una valenza, al contempo, relazionale e sistematica, atteso che si completano e integrano reciprocamente nell'interesse degli investitori e per l'integrità del mercato»; e infatti, «[p]er la SGR comportarsi in modo corretto (*fair*) equivale ad agire in modo leale ed equo, non discriminatorio. Così il concetto di correttezza è innanzitutto riconducibile a quello di “buona fede in senso oggettivo”, principio che deve governare ogni momento del rapporto tra debitore e creditore (art. 1175 c.c.) e che è imposto nella disciplina generale del contratto».

⁽²²⁾ Cfr. il Capitolo Secondo, par. 1.2.2.

normative di dettaglio ⁽²³⁾. Tuttavia, in ragione della propria natura e significato – e a differenza della diligente gestione in senso stretto – essa non assurge a criterio generale capace di informare l’agire del gestore nel contesto delle scelte discrezionali afferenti alla gestione del portafoglio.

Ci si occuperà pertanto del dovere di diligente gestione *in senso stretto*: di quel canone, cioè, che si identifica con il *duty of care* e che, pur esplicandosi attraverso la normativa di dettaglio della quale si darà subito conto, è capace – al pari del dovere di lealtà – di guidare l’operato del gestore nella costanza del rapporto fiduciario.

Entrando nel merito della diligenza – restando sempre sul piano dei principi generali – non c’è dubbio che quella richiesta al gestore sia da misurarsi in rapporto alla attività richiesta a quest’ultimo, risolvendosi dunque in una diligenza tecnica o professionale e non ordinaria ⁽²⁴⁾. In ragione della portata del canone di diligenza, il mancato riferimento alla “professionalità” – che pur è stato oggetto di commenti ⁽²⁵⁾ – non pare significativo: la diligenza richiesta ad un soggetto vigilato che viene selezionato *soltanto e in ragione* della propria esperienza e competenza non può certamente non includere un implicito richiamo alla professionalità.

In termini più concreti la diligente gestione importa, per un verso, il rispetto delle disposizioni di dettaglio previste dalla normativa e dal regolamento del fondo e, per altro verso, l’adeguamento dell’operato alla natura economica del fondo ⁽²⁶⁾. Occorre, quindi, che le decisioni e le attività siano anzitutto coerenti con la normativa di dettaglio, che rappresenta il «paradigma normativo cui commisurare, di volta in volta, la diligenza richiesta» ⁽²⁷⁾, con il regolamento, che contiene il mandato ricevuto dai clienti, ma anche

⁽²³⁾ Se ne occupa la Parte III del Regolamento Intermediari e, in particolare, l’art. 107 che rimanda alle disposizioni sulla trasparenza previste in materia di servizi di investimento dal medesimo Regolamento Intermediari.

⁽²⁴⁾ V., da ultimo, P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 603, ma il grado di diligenza professionale è riconosciuto dalla prevalente letteratura in materia: D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, cit., 934; C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., 170 s.; M. SEPE, *Risparmio gestito*, cit., 206. V., infine, pur con riferimento alla previgente disciplina dei servizi di investimento prevista dall’art. 17 T.u.f. (che pure non nominava la professionalità): G. ALPA - P. GAGGERO, *Commento sub art. 17*, cit., 129.

⁽²⁵⁾ La considera una mancanza non significativa in virtù dell’ampio raggio del canone di diligenza, essendo «indiscutibile che il grado di diligenza richiesto alla SGR è quello tipico di un soggetto che esercita un’attività professionale (art. 1176, 2° co., c.c.) e non la semplice diligenza del *bonus paterfamilias* (art. 1176, 1° co., c.c.)» G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 606, ove ulteriori riferimenti sul punto.

⁽²⁶⁾ Cfr. C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, cit., 171.

⁽²⁷⁾ Così G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 606.

con le peculiarità del fondo. Vi sono, infatti – e naturalmente – diversi «approcci che necessariamente caratterizzano la gestione in termini di attività investibili, orizzonte temporale di riferimento e tecniche impiegate»⁽²⁸⁾ che condizionano il modo con cui si svolge il processo di investimento. Ne deriva che il processo d'investimento nel rispetto del canone della diligente gestione non può essere rigido e prefissato.

Le disposizioni di dettaglio che, si è detto, rilevano per valutare se lo *standard* di diligenza richiesta sia stato rispettato, provengono da fonti distinte. È anzitutto il Regolamento Intermediari agli artt. 97 e ss. a dettare indicazioni volte a chiarire cosa s'intenda – in concreto – con una gestione diligente. Coerentemente con quanto si era già detto in termini generali, i gestori agiscono «in conformità degli obiettivi, della politica di investimento e dei rischi specifici dell'OICR» e sono adeguatamente informati delle condizioni di liquidabilità degli strumenti finanziari e dei beni in cui può investire il patrimonio⁽²⁹⁾. In aggiunta alle regole che misurano l'azione e le scelte del gestore in ragione del mandato, il gestore deve altresì acquisire informazioni funzionali alla formulazione di previsioni e analisi, sulla base delle quali definire le strategie di investimento. Al pari della disciplina sui conflitti d'interesse⁽³⁰⁾, anche in quella riguardante la diligente gestione il regolatore fa largo impiego del rinvio al Regolamento delegato 231/2013 che distingue due fasi (caratterizzanti l'attività di gestione) nelle quali dev'essere applicato un «grado di diligenza elevato»: quello della *selezione degli investimenti* e quello del *monitoraggio continuativo* degli stessi⁽³¹⁾. Non è sufficiente, in altre parole, applicare una diligenza elevata nella formulazione di una strategia di investimento, ma è necessario mantenerla anche durante l'intero rapporto di gestione, monitorando adeguatamente l'investimento.

A questo fine, come è previsto dalle disposizioni di dettaglio che presidiano il corretto adempimento del *duty of loyalty*, anche la disciplina del *duty of care* è di matrice spiccatamente organizzativa. Il Regolamento delegato 231/2013⁽³²⁾ proceduralizza

⁽²⁸⁾ E.R. IANNACCONE, *Il processo di investimento degli Oicr e le regole di condotta*, cit., 475 s., la quale afferma che negli Oicr aperti, le operazioni a valere sui patrimoni «sono più frequenti e rapide in termini di esecuzione rispetto agli Oicr chiusi».

⁽²⁹⁾ Cfr. art. 97, co. 1, lett. b) e c), Regolamento Intermediari.

⁽³⁰⁾ V., il Capitolo Secondo, par. 1.2.

⁽³¹⁾ V. art. 18, Regolamento delegato 231/2013.

⁽³²⁾ Il cui art. 18, parr. 3 e 4, è applicabile a tutti i gestori in forza del rinvio operato dal Regolamento intermediari all'art. 98, co. 1.

la realizzazione della gestione diligente richiedendo ai gestori di formulare procedure e politiche scritte «in materia di diligenza dovuta» (che debbono essere riesaminate e aggiornate con periodicità ⁽³³⁾) composte da disposizioni che garantiscano che le decisioni d'investimento siano conformi agli obiettivi, alla strategia di investimento e al rischio del fondo ⁽³⁴⁾.

Alla struttura normativa che indirizza l'operato del gestore alla massimizzazione del rendimento in ragione della politica di gestione selezionata e al profilo di rischio si aggiungono, con riferimento a quest'ultimo, norme prudenziali di contenimento e frazionamento ⁽³⁵⁾. Anche per la gestione del rischio il legislatore ha previsto regole di organizzazione interna, prescrivendo tanto l'istituzione di funzioni e organi (come la funzione permanente di gestione del rischio ⁽³⁶⁾) quanto di auto-regolamentazione (che si esplica nella redazione di una politica di gestione del rischio ⁽³⁷⁾).

Il quadro normativo che emerge, in conclusione, è di un principio – di diligenza – e di regole di dettaglio che spiegano e definiscono il primo in ragione dell'attività. La struttura regolamentare avente ad oggetto la formulazione della strategia di investimento prima, il monitoraggio dello stesso poi, con la costante valutazione del rischio appare chiarire i connotati e i limiti entro i quali deve muoversi l'investitore professionale che svolge il servizio di gestione in monte.

2.2. L'esercizio del diritto di voto: sull'estensione del dovere organizzativo del gestore e sulla compatibilità di una strategia del tutto passiva con il dovere di diligenza.

Definiti i confini del dovere di diligente gestione in senso stretto, è possibile ora occuparsi dell'esercizio del diritto di voto. È necessario chiarire se il suo esercizio sia doveroso in ossequio al dovere di diligente gestione e, più in particolare, al dovere di monitoraggio che da esso discende.

⁽³³⁾ Cfr. art. 18, par. 4, Regolamento delegato 231/2013.

⁽³⁴⁾ Così dispone l'art. 18, par. 3, Regolamento delegato 231/2013.

⁽³⁵⁾ La gestione del rischio è disciplinata per la più parte dal Regolamento delegato 231/2013 (artt. 38 ss.) e dal Titolo V, Cap. III del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

⁽³⁶⁾ V. l'art. 39 del Regolamento delegato 231/2013 al quale il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio fa esplicito rinvio.

⁽³⁷⁾ Cfr. art. 40, Regolamento delegato 231/2013.

È stato osservato che l'esercizio del voto da parte di un investitore istituzionale «esibisce una precisa tensione sistematica»: quella, cioè, che si verifica in ragione della circostanza secondo la quale «un atto fondamentalmente libero (nell'*an*) e discrezionale (nel *quomodo*) come l'esercizio del *diritto* di voto diviene il contenuto di un obbligo di comportamento tipicamente rivolto al perseguimento di un interesse altrui»⁽³⁸⁾. Si è già avuto modo di discutere circa l'esistenza e l'estensione del vincolo gravante sul gestore circa il *quomodo* dell'esercizio del diritto di voto, rappresentato dal limite del miglior interesse dei clienti finali dell'investitore istituzionale⁽³⁹⁾.

Diversa risulta invece la questione, se l'esercizio di voto incontri dei limiti – e quali siano – anche riferibili all'*an*. Se, in altre parole, nell'ambito dei propri doveri di comportamento e, più in particolare, del dovere di diligente gestione, possa trovare emersione, e in quale maniera, il *dovere* di esercitare il voto. Ciò importerebbe, peraltro, che la diligenza si misurerebbe anche in ragione dell'adempimento (o meno) di detto dovere.

Gli argomenti che paiono supportare una tesi favorevole all'inclusione dell'esercizio del voto tra i doveri spettanti al gestore sono di duplice natura: letterale e sistematica.

L'argomento di natura letterale mette in rilievo l'indicativo presente del disposto (che varrebbe a rivelare una doverosità rispetto all'azione del gestore) laddove stabilisce che questi «*provvedono*, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli Oicr gestiti [enfasi aggiunta; *ndr*]»⁽⁴⁰⁾.

L'argomento sistematico, diversamente, considera l'esercizio del voto un dovere «organizzativo» del gestore, qualificabile alla stregua di un'obbligazione di mezzi e non di risultato⁽⁴¹⁾. Questa posizione trae fondamento – oltre che dal dato letterale – anche

⁽³⁸⁾ Così M. MAUGERI, Proxy advisors, *esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 667.

⁽³⁹⁾ V., sul punto, il Capitolo Secondo, par. 2. Si è scelto di inserire il discorso in merito ai limiti e ai vincoli nell'esercizio del diritto di voto in quella sede proprio perché si è rilevato che si tratta di confini immanenti al dovere di lealtà e, più in particolare, al perseguimento dell'interesse del proprio cliente.

⁽⁴⁰⁾ Così testualmente l'art. 35-*decies*, co. 1, lett. e), T.u.f.. Sottolinea in proposito M. STELLA RICHTER jr, *Intervento e voto*, cit., 442, nt. 25, che sulla base della «lingua del legislatore (...) si sarebbe potuti arrivare a dare dell'art. 40, comma 2, Tuf, una lettura ben più vincolante». Sembra valorizzare la rubrica dell'art. 35-*decies* T.u.f. per includere l'esercizio del diritto di voto tra i doveri di comportamento M. MAUGERI, Proxy advisors, *esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 681.

⁽⁴¹⁾ Così M. MAUGERI, Proxy advisors, *esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 678.

dalle prescrizioni del Regolamento delegato 231/2013 in punto di organizzazione dell'attività del gestore. Il Regolamento in commento impone al gestore – come si era visto ⁽⁴²⁾ – di elaborare «strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto detenuti nel portafoglio» ⁽⁴³⁾, nonché di mettere a disposizione dell'investitore una sintesi delle politiche adottate. La circostanza che sia richiesto ai gestori di elaborare una strategia che abbia ad oggetto i tempi e i modi nei quali esercitare il voto per conto dei propri clienti starebbe a significare che l'esercizio del voto è parte dell'organizzazione interna (*rectius*: dei doveri organizzativi interni) del gestore. Ne discenderebbe – *in thesi* – che lo svolgimento della prestazione del servizio di gestione collettiva coerente con i dettami normativi non possa consistere in una «condotta meramente passiva, che si traduca cioè nel “disinteresse” sistematico per l'esercizio del voto» ⁽⁴⁴⁾. Specularmente, dovrebbe escludersi che al gestore sia imposto di esercitare sempre e comunque l'esercizio del voto degli strumenti finanziari in portafoglio ⁽⁴⁵⁾.

Sulla seconda delle due conclusioni non paiono esserci dubbi. Che esista un dovere di esercitare il diritto di voto – sempre e comunque – per conto dei propri clienti non è sostenibile avendo riguardo all'impostazione normativo-sistematica del problema. Se è vero, per un verso, che la lettera del legislatore italiano potrebbe consentire interpretazioni che si muovono sul piano di una coerenza più rigida (imponendo, quindi, al gestore, di esercitare il diritto di voto in ogni caso e circostanza), vi sono, per altro verso, elementi (letterali e di sistema) che non permettono di accedere a tale conclusione. Prima fra tutti,

⁽⁴²⁾ *Supra*, Capitolo Secondo, par. 2.

⁽⁴³⁾ V. l'art. 37 Regolamento 231/2013.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., 680 al quale è riconducibile la teoria dell'esercizio del voto come dovere *organizzativo* del gestore. V., anche, G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017, 285, secondo la quale «l'assenza di un dovere di sistematico esercizio del diritto di voto non implica la legittimità di una condotta del gestore di mera passività al riguardo»; dovrebbe infatti, secondo l'A., esercitarsi l'intervento e il voto «in tutti i casi in cui l'interesse dei partecipanti lo richiede, secondo i criteri preventivamente definiti nella strategia di voto e coerentemente, in sede applicativa, con una valutazione necessariamente caso per caso che tenga conto anche di un'analisi costi-benefici»; nonché R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, cit., 323.

⁽⁴⁵⁾ Sempre M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., 680. Dello stesso avviso anche M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 443, spec. nt. 27. Così anche G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 284 s.; cfr. altresì G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego L. Rev.*, 2018, 817 s., spec. nt. 77 e 78, il quale compara la legislazione nordamericana a quella europea, concludendo che «[s]imilar to the United States, a duty to vote every share is not mandated under European law».

la rubrica dell'art. 35-*decies* T.u.f., nella quale alle «regole di comportamento» si affianca ⁽⁴⁶⁾ il «diritto di voto» che, pertanto, non viene incluso nel novero delle “regole di comportamento” che l'avrebbero altrimenti assorbito.

Alla medesima conclusione si perviene osservando la normativa di secondo livello dell'Unione europea. Le strategie per l'esercizio del diritto di voto debbono determinare *quando* e *come* esercitare i diritti: qualora esistesse un obbligo, in capo al gestore, di votare sempre e comunque, l'indicazione – nelle strategie – circa il *quando*, sarebbe superflua. Pure la disciplina regolamentare e quella autoregolamentare confortano detta tesi ⁽⁴⁷⁾, rimettendo al gestore la scelta (che risulta quindi del tutto eventuale) rispetto all'esercizio del voto in assemblea.

Del resto anche la più parte della dottrina converge su di una lettura dell'art. 35-*decies* T.u.f. che valorizza più la seconda parte del medesimo («nell'interesse dei partecipanti»), piuttosto che la prima («provvedono»). Ne è discesa un'interpretazione della norma che pone in rilievo il principio – che deriva dal dovere di lealtà – in ragione del quale «l'interesse che deve ispirare il voto è quello dei partecipanti al fondo e non quello dei soci della Sgr» ⁽⁴⁸⁾.

È la prima conclusione che può, invece, destare qualche incertezza: secondo questa, le regole che sanciscono il dovere di includere, nell'organizzazione interna del gestore,

⁽⁴⁶⁾ Testualmente «Regole di comportamento e diritto di voto [enfasi aggiunta; ndr]», ove la congiunzione “e” è in funzione copulativa.

⁽⁴⁷⁾ V., per una ricostruzione sistematica del problema e delle norme di rango primario e secondario (nonché di quelle di autoregolamentazione), M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 445 ss., sul previgente Regolamento Congiunto della Banca d'Italia e della Consob, nonché rispetto al Codice deontologico e al Protocollo di Autonomia della Assogestioni.

V., ora, l'art. 112 del Regolamento intermediari che rimanda direttamente al *supra* discusso art. 37 del Regolamento delegato 231/2013. V., inoltre, ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship*, cit., il cui Principio 5 riprende in parte l'art. 35-*decies* T.u.f., laddove prescrive che «le Società di gestione esercitano i diritti di voti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti in modo consapevole» e, in parte, il Regolamento delegato 231/2013 in materia di strategie per l'esercizio del voto. Nelle Raccomandazioni del Principio 5 si legge che «*se* le Società di gestione decidono di esercitare i diritti di voto di un emittente quotato partecipato», lasciando quindi ampio margine discrezionale sull'esercizio o meno del voto che dipende, quindi, da una “decisione” del gestore.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 443, spec. nt. 26, ove ampi riferimenti. V., inoltre, da ultimo: G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, cit., 625 e M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, cit., 42 s.

V., però, anche R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, cit., 649, per i quali «la formulazione della regola rende chiaro che l'esercizio del voto è un obbligo per i gestori, che discende in modo automatico dal fatto di essere incaricati di una gestione in monte, tipica degli OICR».

delle procedure che siano volte a regolare l'esercizio del voto escluderebbero una condotta del tutto passiva (*a priori*) rispetto a questo "dovere". In altre parole, se è vero che esiste il dovere di organizzarsi per esercitare il voto, una diligente gestione non consentirebbe una decisione a monte di non esercitare *mai* (o quasi) il diritto di voto per conto dei propri investitori finali.

Si è già visto che – pur nella sua formulazione ambigua – l'art. 35-*decies* T.u.f. non può giustificare l'assunzione, in capo al gestore, di un dovere di esercitare *sempre* il diritto di voto; neppure può però, d'altra parte, rappresentare un indice ai fini dell'esclusione di una strategia del tutto passiva: la circostanza che il gestore provveda ad esercitare i diritti di voto (come letteralmente indica il disposto) potrebbe anche valer soltanto a sottolinearne le attribuzioni e competenze, senza nulla aggiungere rispetto ai doveri che su di esso incombono.

Il principale indice di natura normativa che potrebbe supportare l'interpretazione che neghi la legittimità di una condotta *a priori* passiva rispetto all'esercizio del voto è l'art. 37 del Regolamento delegato 231/2013 il quale postula la necessità, per il gestore, di dotarsi – nell'ambito della sua organizzazione interna – di una strategia per l'esercizio dei diritti di voto. Quest'ultima si colloca, sistematicamente, nel medesimo contesto che accoglie quella di gestione del conflitto d'interesse: che *dotarsi di politiche* sia parte, quindi, di un dovere "organizzativo" del gestore non può essere posto in dubbio. Il gestore, nell'ambito della propria struttura organizzativa, è tenuto a redigere procedure che garantiscano, per un verso, la gestione del conflitto d'interesse e, per altro verso, che il processo di partecipazione alle adunanze sia adeguatamente disciplinato.

Diversamente, però, dal conflitto d'interessi che – come si è discusso ⁽⁴⁹⁾ – dev'essere evitato o quantomeno limitato il più possibile, non si rinviene un disposto, con riferimento al voto, che ne postuli l'esercizio. Si potrebbe obiettare che l'esistenza stessa di una strategia per l'esercizio dei diritti di voto escluda, di per sé, la configurabilità di una politica, con riferimento al voto, del tutto passiva. Se si contestualizza, tuttavia – analizzandone la *ratio* – il disposto, l'interpretazione che esclude una politica passiva, *a priori*, non pare trovare sufficiente supporto.

L'obiettivo della normativa di matrice europea in punto di strategie del voto è triplice: essa mira anzitutto a procedimentalizzare il processo che culmina con la

⁽⁴⁹⁾ Cfr. Capitolo Secondo, Sezione I.

partecipazione e il voto in assemblea (che non può prescindere – come in effetti è prescritto – dall’attento monitoraggio delle società partecipate ⁽⁵⁰⁾); si richiede, in secondo luogo, che i diritti di voto siano «esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento» del fondo interessato ⁽⁵¹⁾ ed infine che le strategie siano messe a disposizione degli investitori (su richiesta) in modo da rendere il processo più trasparente ed “allineato” ⁽⁵²⁾ alle preferenze di questi ultimi. Sembra che nessuno di questi tre obiettivi – i quali, congiuntamente, chiariscono la ragion d’essere della norma – sia necessariamente incompatibile con una politica (del tutto) passiva.

La strategia richiesta dal legislatore europeo impone anzitutto di rendere esplicito, all’interno di un processo che si conclude con l’esercizio del voto, il monitoraggio delle società partecipate (attività che forma, invece, nelle modalità che si diranno subito *infra*, senz’altro oggetto di un dovere del gestore ⁽⁵³⁾); richiede, poi, di stabilire delle linee guida rispetto alle modalità di partecipazione alle adunanze. L’esercizio del voto (in sé) non forma, infatti, oggetto (diversamente dal monitoraggio degli investimenti) di un’autonoma previsione normativa (la quale sarebbe certamente idonea a renderlo doveroso). In estrema sintesi e in conclusione, la norma rende obbligatorio dotarsi di una politica che procedimentalizzi l’esercizio del voto e ribadisce la necessità di monitorare gli investimenti; quest’ultima attività, ai fini del momento partecipativo, si declina nel monitoraggio delle operazioni rilevanti sul capitale ⁽⁵⁴⁾.

In ultimo, la circostanza che della strategia debba esser dato conto ai clienti non pare essere, di per sé, indicativa di un’incompatibilità con una politica integralmente passiva.

Neppure soccorrerebbe alla suddetta interpretazione l’allineamento (richiesto dalla normativa in commento) della strategia per l’esercizio dei diritti di voto con gli obiettivi e la politica di investimento del fondo: questo sarebbe, piuttosto, un possibile argomento

⁽⁵⁰⁾ Il monitoraggio delle «pertinenti operazioni sul capitale» è infatti previsto dall’art. 37, co. 1, lett. a), Regolamento delegato 231/2013.

⁽⁵¹⁾ Cfr. l’art. 37, co. 1, lett. b), Regolamento delegato 231/2013.

⁽⁵²⁾ L’allineamento tra l’operato del gestore e l’interesse del beneficiario finale è un tema ricorrente della Direttiva Azionisti II la quale, come visto, prevede l’istituzione di politica di impegno (*ex art. 3 octies*) la quale spesso coincide con le strategie di voto richieste dal Regolamento delegato 231/2013 (cfr. *retro*, Capitolo Secondo, par. 2.1).

⁽⁵³⁾ Cfr. l’art. 18 del Regolamento delegato 231/2013.

⁽⁵⁴⁾ Cfr. l’art. 37, co. 1, lett. a), Regolamento delegato 231/2013.

per poter affermare il contrario, qualora la strategia più compatibile con la politica di investimento risultasse essere quella del tutto passiva.

In ultima analisi, se dal disposto in commento possono riscontrarsi obblighi, in capo al gestore, discendenti dal dovere di diligente gestione, questi sono da rinvenirsi nella *redazione* di una procedura scritta e, in secondo luogo, nel *monitoraggio* delle società partecipate.

Alla disciplina in commento pare utile affiancare alcuni dati. Le considerazioni empiriche possono infatti, per un verso, fornire un indice sulla comune lettura da parte degli operatori delle norme in materia di esercizio del voto e, per altro verso, sollecitare qualche spunto sull'efficacia della regola qualora venisse interpretata nel senso che si è suesposto: nel senso, cioè, che considera incompatibile con essa una politica di voto del tutto passiva.

Un primo dato d'interesse riguarda le strategie di voto e la loro eventuale differenziazione in ragione della natura della politica di investimento del singolo fondo. I più recenti dati mostrano che i gestori applicano le proprie strategie di esercizio di voto in maniera uniforme, a tutti i portafogli, senza far distinzioni sulla natura della politica di investimento ⁽⁵⁵⁾.

In secondo luogo, e con riferimento al numero delle società in portafoglio nelle quali i gestori votano, è stato notato che il più delle volte i gestori di ampie dimensioni votano nelle assemblee di tutte le società che hanno in portafoglio, mentre gestori minori (con inferiori risorse) scelgono di votare in società nelle quali hanno maggiori partecipazioni ovvero in quelle per le quali è meno dispendioso esercitare il voto ⁽⁵⁶⁾.

⁽⁵⁵⁾ Cfr. H. BIOY - J. GARCIA-ZARATE - A. BRYAN, *Passive Fund Providers and Investment Stewardship*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 21 dicembre 2017, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu, i quali riportano che i gestori analizzati che gestiscono sia fondi passivi sia fondi attivi «apply their voting policies universally to all portfolios, irrespective of investment style». V., anche – nel medesimo senso – l'analisi di S. HSHIEH - J. LI - Y. TANG, *How do passive funds act as active owners? Evidence from mutual fund voting records*, in *J. of Corp. Fin.*, 2021, 2.

⁽⁵⁶⁾ H. BIOY - J. GARCIA-ZARATE - A. BRYAN, *Passive Fund Providers and Investment Stewardship*, cit., 1 ss.

Da entrambi i dati si può agevolmente dedurre che per la maggior parte dei gestori l'esercizio del voto è prevalentemente una questione di *compliance* ⁽⁵⁷⁾ e di costi ⁽⁵⁸⁾.

Conformemente alle prescrizioni legislative, la strategie di voto vengono redatte; ciò che sembra non essere conforme alle anzidette prescrizioni – a fronte dell'indistinta stesura nonché applicazione delle strategie – è la disposizione che richiede che i voti siano esercitati «conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del FIA interessato» ⁽⁵⁹⁾. In effetti, l'applicazione non differenziata di una strategia al fine di votare a tutte le assemblee per evitare di non essere *compliant* con il proprio dovere di diligente gestione, che imporrebbe di votare il più possibile, sembra invero produrre l'effetto opposto di quello che la diligente gestione richiederebbe. Il voto standardizzato non risponde, difatti, all'agire diligente del gestore ⁽⁶⁰⁾.

Se si accede all'interpretazione delle norme che ritiene inammissibile una strategia di voto del tutto passiva, il rischio che la disciplina, nel suo complesso, non raggiunga i

⁽⁵⁷⁾ Con ciò si intende che l'esercizio del voto diviene una mera (e acritica) questione di conformità con le politiche a ciò dedicate. Cfr., sul punto, M. BELCREDI - S. BOZZI - A. CIAVARELLA - V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement – Evidence from Italian say-on-pay*, Quaderno di finanza Consob n.81/2015, reperibile all'indirizzo *internet* dell'Autorità, 7.

Afferma D.S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, in *J. Corp. L.*, 2018, cit., 534, che l'imposizione – ad opera della SEC – della pubblicazione delle strategie di voto dei fondi (regola che mira, come anche la sua corrispondente nel contesto europeo, ad incentivarne l'*engagement*) ha causato principalmente «pressure on mutual funds to vote all shares».

Acutamente osservano C. STRENGER - D.A. ZETZSCHE, *Corporate Governance, Cross-Border Voting and the (Draft) Principles of the European Securities Law Legislation – Engaging Investor Engagement Through Standardisation*, in *J. Corp. L. Stud.*, 2013, 517, che gli istituzionali che affermano nella loro *policy* di adottare un certo (anche minimo) grado di *engagement*, rischierebbero di incorrere in responsabilità per «wrongful disclosure» qualora si astenessero dal voto: perciò, sostengono, sono propensi a votare. Si tratta, anche in questo caso di ragioni che non riguardano (necessariamente) il dovere fiduciario di svolgere l'interesse dei beneficiari.

⁽⁵⁸⁾ Per tutti, v. G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners*, cit., 803 ss., ma spec. 831 ss.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. art. 37, co. 2, lett. b) del Regolamento delegato 231/2013.

⁽⁶⁰⁾ Così D.S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, cit., 534; in questo senso anche L.E. STRINE jr., *Can We Do Better By Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, in *Columbia L. Rev.*, 2014, 485, ove sottolinea che il sistema impone agli investitori istituzionali di esprimere «too many votes for the institutional investor community to address thoughtfully». V. anche A.M. LIPTON, *Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, in *Tennessee J. of Bus. L.*, 2017, 175 ss. Non sembra revocabile in dubbio che l'osservanza del principio di diligenza escluda, di per sé, l'applicazione (e, prima ancora, la redazione) di strategie di voto indistinte: applicabili, quindi, ad ogni fondo gestito, a prescindere dal profilo di rischio e dagli obiettivi di investimento di questo.

propri obiettivi è potenzialmente maggiore rispetto ad una (diversa) lettura che ammetta anche una strategia di voto passiva.

In altri termini, l'esercizio del voto non risulta essere necessariamente espressione di diligenza, se non nella parte di redazione delle strategie del voto; potrebbe rispondere maggiormente ai canoni di diligente gestione un comportamento che consiste nel redigere una politica di strategia di voto che ammetta – in ragione della politica di investimento del fondo e delle *fees* che vengono richieste ai clienti finali – la non partecipazione alle votazioni. E ciò anche – e soprattutto – in considerazione del fatto che non sembrano esserci indici normativi sufficienti che escludano la legittimità di una tal condotta ⁽⁶¹⁾.

Ci si rende conto, naturalmente, che l'applicazione di questa lettura potrebbe incontrare gravi conseguenze sul piano reputazionale ⁽⁶²⁾. Ciò importerebbe – in un contesto nel quale l'*engagement* è considerato il principale strumento per accrescere il valore delle società partecipate (e quindi indirettamente il profitto degli investitori finali) ⁽⁶³⁾ – una possibile diminuzione dei patrimoni gestiti.

In conclusione – e in sintesi – l'esercizio del voto dev'essere esercitato se risulta nell'interesse dei partecipanti il fondo, al pari degli altri strumenti (di natura non obbligatoria) dei quali il gestore dispone per realizzare il migliore interesse dei propri

⁽⁶¹⁾ Ritengono che una strategia del tutto passiva potrebbe confliggere con il proprio dovere di gestire gli investimenti nel migliore interessi dei propri clienti (in ossequio al dovere di lealtà), G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners*, cit., 817, spec. nt. 78 e C. STRENGER - D.A. ZETZSCHE, *Corporate Governance, Cross-Border Voting and the (Draft) Principles of the European Securities Law Legislation*, cit., 515; questi ultimi affermano che esista un «Implicit Duty to Vote» in quanto «a conduct where institutional investors remain passive as a rule, and only engage exceptionally, imposes a liability risk on these investors. This is because these requirements, in addition to referencing systemic issues, rely on the presumption that shareholder voting preserves, or even increases, the long-term value of the investment. A passive approach to voting could impose a loss on the institutional investors' clients». Gli A. ammettono, però, che poiché le norme dell'Unione europea richiedono di rendere note ai propri clienti le strategie di voto, questi possono «if they agree with the institutional investors' approach to voting (...) accept the risks resulting from non-voting». E infatti – proseguono gli A. – sono pochi (ma esistono!) investitori istituzionali che adottano e rendono pubblica una *policy* di voto nella quale ammettono di non partecipare alle votazioni.

⁽⁶²⁾ V., sul punto, D.S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, cit., 527, la quale sottolinea come «if the institution is perceived as being an involved and engaged steward, that will help funds attract assets and clients, especially from pension funds (a large and growing passive fund client) or other groups that view governance as a priority».

⁽⁶³⁾ V., sul punto, *retro*, Capitolo Secondo, par. 2 e, in particolare, lo scritto di R. MARTIN - P.D.CASSON - T.M. NISAR, *Shareholder Value as Context for Investor Engagement*, in *Investor Engagement: Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford, 2007, 1 ss., che spiega l'*engagement* in ragione dello *shareholder value*.

clienti finali. Anche nell'ipotesi di una strategia di voto che non risulti quasi del tutto passiva, un gestore deve sempre (e comunque) valutare «alla luce dell'interesse dei partecipanti al fondo, se sia più conveniente esercitare attivamente i diritti corporativi (e, quindi, anzitutto quello di intervento e voto in assemblea), sopportandone i relativi costi, ovvero limitarsi a una gestione passiva che in caso di dissenso o insoddisfazione rispetto alle scelte degli organi sociali si traduca in un disinvestimento»⁽⁶⁴⁾.

Se per tutti i gestori è obbligatorio *organizzarsi* internamente al fine di costituire politiche che procedimentalizzino l'esercizio del voto (per poi renderle note ai propri clienti), non per tutti può essere conveniente (e nell'interesse, quindi, dei propri clienti finali) esercitare il voto. Se gli obiettivi dell'investimento lo consentono e i costi di gestione lo impongono, il gestore può avere un atteggiamento passivo di fronte al voto.

Si tratta di scelte, pertanto, che riguardano la diligente gestione del gestore nella sola misura in cui il monitoraggio cui è tenuto (per legge) rilevi circostanze alla luce delle quali sarebbe opportuno modificare la propria strategia di intervento ovvero disinvestire: scelte, queste ultime, che comunque spettano al gestore, il quale può ben prevedere (nella propria politica) un disinvestimento piuttosto che un'attiva partecipazione alle adunanze⁽⁶⁵⁾.

⁽⁶⁴⁾ Così M. STELLA RICHTER *jr*, *Intervento e voto*, cit., 443. Potrebbe obiettarsi a una siffatta lettura che alcuni investitori istituzionali non hanno la possibilità di utilizzare il disinvestimento come strategia di reazione ai rilievi negativi risultanti dal monitoraggio e che l'esercizio del voto in relazione ad una rilevazione negativa sarebbe l'unico strumento di reazione a loro disposizione. Dovrebbe, pertanto, essere obbligatorio (nel rispetto, pertanto, della diligente gestione), per gli investitori istituzionali che non possono esercitare l'*exit*, attivarsi in modi alternativi (tra i quali esercitare il voto). Se ne discuterà nel par. immediatamente successivi *ultra 5 e 5.2*.

⁽⁶⁵⁾ Afferma, diversamente, M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 669, che il rapporto tra *exit* e *voice* deve essere letto non in termini di «alternatività, bensì di *complementarietà*» poiché «in un sistema normativo ispirato all'obiettivo di realizzare condizioni di efficiente determinazione del valore dei titoli quotati, le iniziative volte a migliorare la qualità del governo dei singoli emittenti possono tradursi in un incremento del prezzo delle azioni e quindi in condizioni più favorevoli per l'uscita», sulla stessa linea di R. LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni, n. 23, Roma, 2000, 281, secondo il quale in ragione del fatto che il principale obiettivo dell'investitore istituzionale è quello di valorizzare l'investimento, questo deve «sempre avere aperta la scelta fra *exit* e *voice*».

Si deve considerare, tuttavia, che l'evoluzione del mercato finanziario ha importato la diversificazione dei *tipi* di investitori istituzionali i quali, pur sempre tenuti a perseguire l'interesse del beneficiario finale alla massimizzazione del valore dell'investimento, sviluppano il proprio modello in maniera anche assai distante tra di loro; per l'effetto, differenti risultano la politica d'investimento, la propensione al rischio e la modalità mediante la quale prospettano ai propri clienti il raggiungimento (e a quali condizioni) della massimizzazione del valore del loro investimento. Pertanto, come si è affermato nel

3. Sulla sussistenza di un dovere di *stewardship* da parte del gestore.

Distinta (ma correlata) questione è quella che riguarda l'esistenza di un dovere di *stewardship* in ossequio al dovere di diligente gestione, da parte dell'investitore istituzionale, nei confronti dei propri clienti. L'attività di *stewardship* consiste, in estrema sintesi, nel complesso di azioni che vengono poste in essere dai soci al fine di controllare l'agire degli amministratori ⁽⁶⁶⁾.

testo, se non è possibile racchiudere entro una medesima categoria gli investitori istituzionali (v., in senso critico rispetto alla politica legislativa europea: M.B. MADSEN, *Promoting the "Right" Kind of Ownership: The Good, the Bad and the Passive*, cit., 149 ss.), non è possibile nemmeno misurare la diligenza del loro operato mantenendo i medesimi criteri.

⁽⁶⁶⁾ Lo definisce come il «c.d. monitoraggio ("*stewardship*") sull'operato dell'organo di gestione» G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa*, 2018, 394. Pur essendo spesso considerato sinonimo di *engagement* (ma v. ID, *ivi*, 394, ma spec. nt. 3, il quale sottolinea l'importanza della distinzione tra i due termini), quest'ultimo è una delle attività che compongono il (più ampio) concetto di *stewardship* «anche se rappresenta l'attività più importante e senza la quale non potrebbe esserci *stewardship*»: così S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, Quaderno giuridico Consob n. 19/2019, reperibile sul sito *internet* della Commissione, 16, i quali tracciano le origini storiche del significato di *stewardship* e di *engagement*).

Osservava, proprio con riferimento agli investitori istituzionali, la duplicità insita nella nozione di controllo D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 488, spec. nt. 27, secondo il quale la nozione deve intendersi, per un verso, come il potere di «determinare la condotta in forza dell'entità del proprio possesso azionario o di altri vincoli contrattuali» e, per altro verso, come quella che si esprime in una sorveglianza sugli amministratori.

Ma v. D. KATELOUZOU - D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship – Complexities, Challenges and Possibilities*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou - D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 5, i quali evidenziano l'ambiguità del termine *stewardship*, che ha assunto significati differenti in tempi e luoghi diversi. In verità, più che di significati, le differenti classificazioni proposte dagli A. condividono il medesimo significato di *stewardship*, pur declinato nei confronti di diversi attori e volto a mitigare problemi tra loro distinti.

Secondo gli A. esistono almeno cinque modi d'intendere lo *stewardship*. Il primo riguarda gli investitori istituzionali e il loro ruolo di *stewards* del governo delle società che partecipano e deriva dal Codice di Stewardship inglese del 2010 nel quale si invitavano gli istituzionali a comportarsi da *stewards*. Nonostante l'ottimistico consenso ottenuto dal Codice di Stewardship inglese, a distanza di una decade – affermano gli A. – se ne può constatare il fallimento nell'incentivare gli istituzionali a diventare «engaged shareholder stewards». Il primo significato – che, come visto, è incentrato principalmente sulla *governance* delle società partecipate – è quello più diffuso (nonostante il suo asserito fallimento). Nonostante sia universalmente il significato più adottato, è un significato che non può trovare riscontro logico nelle altre giurisdizioni che – parimenti – hanno adottato i Codici di Stewardship con il medesimo intento: al di fuori degli Stati Uniti e del Regno Unito, raramente gli istituzionali detengono la maggior parte delle azioni in società quotate. Perciò, quandanche il Codice di Stewardship fosse in grado di incentivare gli istituzionali al punto da renderli *actively engaged shareholders*, non avrebbero il «legal power» per incidere, in qualità di *stewards*, le società. In considerazione della diversa natura dell'azionariato (e dei conseguenti problemi che esso pone) lo *stewardship* in Paesi diversi dagli USA e UK dovrebbe incentivare il monitoraggio

Si è già detto dell'inesistenza di un nucleo di doveri gravanti sull'investitore istituzionale nei confronti delle società partecipate (e a quei fini si esclude, naturalmente, anche lo *stewardship*) ⁽⁶⁷⁾; ciò che ci si propone di verificare è se il dovere di diligente gestione che incombe sul gestore nei confronti dei propri clienti sottenda e includa anche un'attività di *stewardship* verso le società emittenti che questi partecipa.

Occorre chiedersi, in altri termini, se l'attività di *stewardship* si atteggi, nei confronti del rapporto fiduciario, come un dovere ovvero come un'attività rimessa alla discrezionalità del gestore. Si tratta di un profilo che è stato limitatamente studiato ⁽⁶⁸⁾, prevalentemente in ragione del fatto che lo *stewardship* – in quanto attività – emerge in un contesto che pone al centro il governo della società partecipata e gli eventuali attori che possono contribuire ad esacerbare i problemi di agenzia ad esso connessi ⁽⁶⁹⁾. Se è vero, infatti, che gli investitori istituzionali sono stati riconosciuti come i principali attori dell'attività di *stewardship* ⁽⁷⁰⁾, è anche vero che il rapporto di questa attività con i doveri

dell'azionista di maggioranza al fine di ridurre il *tunneling*: così emerge – secondo gli A. – il secondo significato attribuibile allo *stewardship*, del quale non c'è riscontro, tuttavia, in alcuno dei Codici di Stewardship. La terza concezione di *stewardship* (rinvenibile nel Codice di Stewardship di Singapore) identifica l'attore che ha effettivamente il controllo sulla società e promuove, da parte di questo, un'attività di *stewardship* tale che benefici tutti gli *stakeholders*. Il quarto significato di *stewardship* (emerso soltanto recentemente) individua gli investitori istituzionali come *stewards* del buon governo societario al dichiarato fine di promuovere il progresso sostenibile. Il quinto (e ultimo) significato riscontrato dagli A. riguarda lo *stewardship* dal punto di vista degli investitori istituzionali nel loro rapporto con i loro clienti; aspetto, ammettono gli A., molto meno analizzato rispetto allo *stewardship* in rapporto alla società partecipata.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. *supra* Capitolo Primo, Sezione II.

⁽⁶⁸⁾ «[E]ven though the corporate governance and investment management sides of stewardship are intertwined, the investment management side of stewardship has remained at the periphery of the academic and policy debates»: così D. KATELOUZOU - D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship – Complexities, Challenges and Possibilities*, cit., 9, secondo i quali una spiegazione può rinvenirsi nella circostanza che il Codice di Stewardship inglese (al quale sono seguiti tutti gli altri) non ha mai chiarito se gli investitori istituzionali, nell'adempimento dei loro obblighi di *stewardship* in qualità di azionisti delle partecipate stessero *contemporaneamente* adempiendo ai loro doveri nei confronti dei loro beneficiari finali. Dello stesso avviso anche R.M. BARKER - I.H.-Y. CHIU, *Investment Management, Stewardship and Corporate Governance Roles*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou - D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 529 ss., i quali evidenziano l'ambiguità della nozione di *stewardship* rispetto ai doveri fiduciari degli istituzionali nei confronti dei propri clienti in occasione dell'emersione della nozione di *stewardship*. Sottolineano, infatti, che non vi erano sufficienti elementi per attribuirle un ruolo preciso nella parte di *investment management*, restando prevalente quella di *corporate governance* delle società partecipate.

⁽⁶⁹⁾ V. D. KATELOUZOU - D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship – Complexities, Challenges and Possibilities*, cit., 8 s.

⁽⁷⁰⁾ V., Capitolo Primo, Sezione I. Si consideri, infatti, che i codici di *stewardship* sono promossi dalle associazioni di categoria di gestori e istituzionali (e da questi adottati).

dei primi nei confronti dei propri clienti, non è stato analizzato né dal legislatore né dalla prevalente letteratura. E ciò nonostante la lettura dei doveri in una maniera piuttosto che in un'altra non sia priva di conseguenze, soprattutto in punto di responsabilità del gestore nonché dei costi da sostenere.

L'indagine pare dover prendere le mosse dai diversi riferimenti al «monitoraggio»⁽⁷¹⁾ dell'investimento rinvenibili nel Regolamento delegato 231/2013. La nozione di *stewardship* indica, come visto⁽⁷²⁾, il controllo di un soggetto sull'operato di un secondo soggetto⁽⁷³⁾ e ben potrebbe coincidere con una interpretazione particolarmente ampia di «monitoraggio».

A ben vedere, infatti, il monitoraggio può acquistare connotazioni diverse a seconda di come lo si intenda e interpreti: una passiva e una attiva.

Una lettura del «monitoraggio» degli investimenti richiesto dalla normativa rilevante in termini (soltanto) *passivi* renderebbe doverosa la verifica costante e diligente dell'investimento (e, quindi, anche della società partecipata e delle rilevanti operazioni sul capitale di essa). In ragione della lettera delle norme non può dubitarsi che quantomeno questo tipo di monitoraggio sia dovuto ai fini di una diligente gestione dell'investimento. Il monitoraggio passivo è funzionale soltanto al controllo dell'investimento e a questo si limita: esso non includerebbe, in linea di principio, attività dirette ad influenzare l'operato della società emittente. In effetti, rientrerebbe nell'alveo della discrezionalità del gestore ogni scelta circa l'attività – susseguente al monitoraggio passivo – più confacente alla propria struttura e al proprio modello economico. Tra queste, peraltro, ben potrebbe essere adottata un'attività di non-reazione. E ciò in ragione, anzitutto, per via della diversificazione del portafoglio che normalmente non consente all'andamento di una (invero nemmeno di più di una) società emittente di influenzare

⁽⁷¹⁾ V., infatti, il Considerando 40, a mente del quale «i GEFIA devono assicurare che la scelta e il monitoraggio degli investimenti siano effettuati con un elevato grado di diligenza»; sostanzialmente nei medesimi termini l'art. 18. V., anche l'art. 37 riguardante le strategie per l'esercizio dei diritti di voto, ove è previsto che la procedura da redigere in ossequio al medesimo definisca procedure per «monitorare le pertinenti operazioni sul capitale (*corporate action*)».

Diversi sono anche i riferimenti al monitoraggio dei rischi – nell'ambito, più generale, del monitoraggio dell'investimento –.

⁽⁷²⁾ V. *supra*, par. 3.

⁽⁷³⁾ Il soggetto monitorato può senz'altro essere una persona fisica o giuridica: così S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, cit., 15.

l'andamento dell'intero portafoglio e, in secondo luogo, per via dei costi connessi a tutte le attività di reazione.

Diversamente, un monitoraggio *attivo* – oltre che presupporre anche un monitoraggio *passivo* a monte – consisterebbe nell'esercizio dei diritti amministrativi con l'obiettivo di «orientare»⁽⁷⁴⁾ e stimolare l'azione degli amministratori affinché questo possa contribuire ad una migliore gestione della società emittente e, quindi, indirettamente anche al rendimento ottenibile dai clienti finali⁽⁷⁵⁾.

In assenza di un'espressa previsione in questo senso, pare dubbio che le regole di monitoraggio sull'investimento in materia di investitori istituzionali possano interpretarsi a favore di un monitoraggio attivo: il legislatore sembra lasciare libertà agli investitori istituzionali circa il proprio coinvolgimento nella vita delle società partecipate⁽⁷⁶⁾ nella consapevolezza che ciò che importa, ai fini della diligente gestione è il monitoraggio *passivo* e l'eventuale modalità di reazione a rilevazioni negative (fatta eccezione per i fondi indicizzati di cui si dirà⁽⁷⁷⁾). È proprio in ragione della libertà concessa agli investitori istituzionali che il legislatore ha adottato una strategia normativa diretta – come

⁽⁷⁴⁾ Cfr. C. TEDESCHI, “Potere di orientamento”, cit.; v., inoltre, S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, cit., 15, per i quali la «nozione di *stewardship* presenta una colorazione *funzionale* in quanto racchiude al suo interno il complesso di attività rientranti nel concetto di controllo dell'operato di un altro soggetto» e pertanto, se riferita al mercato finanziario, essa fa riferimento «a tutte le iniziative che gli investitori istituzionali dovrebbero porre in essere allo scopo di controllare l'agere delle società emittenti titoli quotati ricompresi nel proprio portafoglio, al fine di tutelare l'interesse dei propri clienti».

⁽⁷⁵⁾ V., sul punto, la nota tesi di B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, cit., 811 ss., ma spec. 815, dove afferma che «the case for institutional oversight, broadly speaking, is that product, capital, labor, and corporate control market constraints on managerial discretion are imperfect, corporate managers need to be watched by someone, and the institutions are the only watchers available».

⁽⁷⁶⁾ Così anche, pur senza riferirsi alla sopraccitata normativa – e operando quindi un discorso in termini generali –, S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, cit., 15, per i quali «la legge lascia libertà agli investitori istituzionali nello scegliere il proprio “profilo” di *stewardship*, ossia il livello di *engagement* da esercitare nei confronti delle società partecipate per soddisfare al meglio l'interesse dei sottoscrittori di quote dagli stessi emesse».

V. anche R.M. BARKER - I.H.-Y. CHIU, *Investment Management, Stewardship and Corporate Governance Roles*, cit., 529, spec. nt. 4, secondo i quali «it is not necessarily the case that being an engaged shareholder is part and parcel of fulfilling institutional investors' fiduciary duty or contractual duties to their clients and beneficiaries». Sottolineano, infatti (prendendo ad esempio la disciplina inglese dei fondi pensionistici – ma il discorso ben potrebbe essere applicabile alla disciplina europea dei fondi e dei gestori di questi –) che il *duty of care* che grava sugli investitori istituzionali include alcune specifiche regole (tra i quali il dovere di considerare la *suitability* degli investimenti e la diversificazione degli stessi) ma non vi sono *standard* (né tantomeno regole) che possano imporre l'attività di *stewardship*.

⁽⁷⁷⁾ Cfr. *ultra* par. 4.

noto ⁽⁷⁸⁾ – a coinvolgere maggiormente i primi nel monitoraggio *attivo* delle società partecipate. È, infatti, la Direttiva Azionisti II che sollecita un monitoraggio attivo da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, che si traduca anche nel dialogo con le società partecipate, nell’esercizio del diritto di voto (e degli altri diritti connessi alle azioni) nonché nella collaborazione con altri azionisti ⁽⁷⁹⁾. Come si è detto ⁽⁸⁰⁾, però, la direttiva in discorso non pone tanto degli obblighi relativi all’esecuzione delle suddette attività (che pure sono incentivate e auspiccate), quanto più, piuttosto, rispetto alla redazione di documenti che attestino l’indirizzo dell’investitore istituzionale rispetto alle dette attività (obblighi ai quali, peraltro, è possibile sottrarsi a fronte di una spiegazione).

A ciò si aggiunga, peraltro, che anche chi ha ravvisato, nelle disposizioni della direttiva in analisi, una forza maggiore rispetto a quella del *comply or explain*, l’ha

⁽⁷⁸⁾ Cfr. Capitolo Primo, Sezione II, par. 4.2. Si noti, comunque, che la Direttiva Azionisti II non si preoccupa soltanto del rapporto tra gli azionisti e le società partecipate (pur essendo, probabilmente, il nucleo centrale della direttiva), ma anche delle strategie di investimento e, più in particolare, della misura in cui esse siano coerenti con il profilo e la durata delle passività (cfr. art. 3-*nonies* SHRD II). V., sul punto, H.S. BIRKMOSE, *Article 3G: Engagement Policy*, in *The Shareholder Rights Directive II – A Commentary*, a cura di H.S. Birkmose - K. Sergakis, Cheltenham, 2021, 150, la quale afferma che l’*engagement* ha una duplice funzione: di *corporate governance* e di *investment management*. V. anche A.M. PACCES, *Shareholder Activism in the CMU*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Busch - E. Avgouleas - G. Ferrarini, Oxford, 2018, 524, per il quale l’obiettivo delle previsioni della direttiva «seem rather to foster matching between the maturity of assets and liabilities in the asset management industry. This aligns with one of the macroeconomic goals of the CMU, which is to channel long-term savings towards long-term investments».

⁽⁷⁹⁾ Cfr. art. 3-*octies*, co. 1, lett. a), che testualmente reca «[g]li investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l’impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive la modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l’impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno».

⁽⁸⁰⁾ V. Capitolo Primo, par. 4.2. V., inoltre, D. KATELOUZOU - K. SERGAKIS, *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2021, 205, i quali confermano che l’articolo che concerne le *engagement policies* «juridifies certain aspects of shareholder stewardship imposing requirements on institutional investors and asset managers to develop and publish an engagement policy». In senso critico rispetto all’implementazione della Direttiva Azionisti II (che riscontrano essere pedissequa e poco efficace rispetto all’incentivare l’attività di *stewardship*), affermano che la medesima «was issued to ensure minimum standards of shareholder engagement, as a “floor” rather than a “ceiling” upon which the Member States may set superior standards».

riscontrata con riferimento al rapporto tra soci e società partecipata ⁽⁸¹⁾ e non – anche – tra investitore istituzionale e il proprio cliente ⁽⁸²⁾.

Alla luce di quanto detto non pare vi siano elementi normativi sufficienti per poter affermare che il rispetto dell'obbligo di diligente gestione debba, in via astratta e generale, includere la promozione, da parte degli investitori istituzionali, dell'attività di *stewardship*.

Occorre infine formulare brevissimi cenni rispetto all'opportunità di ricomprendere l'attività di *stewardship* tra i doveri che discendono dal principio di diligente gestione del gestore non tanto in ragione dell'interpretazione delle norme, quanto piuttosto per via delle teorie secondo le quali detta attività accresca il potenziale delle società partecipate (diminuendone il rischio ovvero apportando migliorie alla loro gestione) e, così facendo, i rendimenti degli investitori finali ⁽⁸³⁾. Sul punto sembrerebbe sufficiente limitarsi a notare che non sono, ad oggi, riscontrabili dati certi in ordine ad una (eventuale) correlazione positiva tra lo *stewardship* e la *firm value* ⁽⁸⁴⁾. Il primo, infatti, si compone (come si è detto) di diverse azioni, alcune delle quali non sono misurabili o pubbliche: non basta, in effetti, considerare i voti espressi in occasioni di assemblee, ma occorrerebbe essere a conoscenza di tutte le altre attività mediante le quali si traduce lo *stewardship*

⁽⁸¹⁾ V. I.H.Y CHIU - D. KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, cit., *passim*; cfr. Capitolo Primo, Sezione II, par. 4.1.

⁽⁸²⁾ Anche se, v. R.M. BARKER - I.H.-Y. CHIU, *Investment Management, Stewardship and Corporate Governance Roles*, cit., 530, i quali affermano che la Direttiva Azionisti II sembra esplicitamente sostenere che lo *stewardship* operato dagli investitori istituzionali, nella veste di «engaged shareholders», sia una *best practice* non tanto (e non solo) per le società partecipate, ma (e soprattutto) per la gestione dell'investimento. Gli A. la definiscono infatti una «near-legalization of funds' and asset managers' roles in engaging with their investee company» ad opera della Direttiva Azionisti II. Si rimanda, comunque, al Capitolo Secondo, Sezione I, par. 2.1.

⁽⁸³⁾ V., per esempio, ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship*, cit., 3, ove si prevede che i «principi sono finalizzati al miglioramento della qualità della comunicazione con gli emittenti quotati partecipati e incentivano le Società di gestione a creare valore aggiunto per i propri Clienti/Investitori, affrontando in modo efficace le problematiche legate alle *performance* societarie». Nello stesso senso EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION (EFAMA), *Principles for asset managers' monitoring of, voting in, engagement with investee companies*, 2018, reperibile all'indirizzo www.efama.org, 3: «Asset managers manage the assets entrusted by them by clients in accordance with strict statutory and regulatory requirements. They invest that capital in companies on behalf of their clients and have a duty to act in the best interest of their clients (...). Asset managers may seek to preserve and enhance value in the companies they invest in, through exercise of voting rights and engagement, in such a way that providers of capital prosper».

⁽⁸⁴⁾ V., da ultimo, R.M. BARKER - I.H.-Y. CHIU, *Investment Management, Stewardship and Corporate Governance Roles*, cit., 529 spec. nt. 3, ove gli A. rilevano che le evidenze empiriche rispetto agli effetti della *stewardship* sono allo stato assai incerte.

(⁸⁵). A fronte di effetti che, (diversamente dai costi e dai fattori disincentivanti (⁸⁶)) risultano incerti, sembra potersi ribadire che l'attivazione o meno delle attività di *stewardship* sia nella piena disponibilità discrezionale dell'investitore istituzionale.

4. La diligente gestione: il caso dei fondi indicizzati.

Se è vero che non si può ricavare, dall'impianto normativo attuale, un'interpretazione del monitoraggio degli investimenti così ampia da ricomprendervi necessariamente anche l'attività di *stewardship*, è altresì vero che, per uno specifico tipo di investitori istituzionali, occorre compiere alcune precisazioni al fine di pervenire ad una compiuta soluzione del problema. Gli indicizzati sono particolari tipi di fondi che replicano indici azionari (quali, ad esempio, lo S&P 500) (⁸⁷) e, per questa ragione, non è

(⁸⁵) Come in effetti propongono alcuni studi sul tema: I.R. APPEL - T.A. GORMLEY - D.B. KEIM, *Passive Investors, Not Passive Owners*, in *J. Fin. Econ.*, 2016, 111 ss., i quali analizzano i voti espressi dai fondi passivi; D. HEATH - D. MACCHIOCCHI - R. MICHAELY - M.C. RINGGENBERG, *Do Index Funds Monitor?*, in *The Rev. Fin. Studies*, 2022, 91 ss.

Sulle difficoltà di valutare l'*engagement* e sulle diverse metodologie utilizzate per la misurazione dello stesso: M. BONACCHI - A. KLEIN - S. LONGO - G. STRAMPELLI, *The Effects of Credible Voluntary Disclosures: Institutional Investor Engagement and Investees' ESG Performances*, ECGI Law Working Paper n. 622/2022, reperibile all'indirizzo *internet* dell'Istituto, 1 ss.

(⁸⁶) Primo fra tutti, il problema di *free riding* che disincentiva l'azione del singolo investitore istituzionale in ragione del fatto che dei benefici dei quali solo sopporterebbe i costi, sarebbero ripartiti egualmente su tutti gli altri istituzionali che partecipano alla società. Sul tema, per tutti, E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, cit., 373.

Il disincentivo è ancora più sentito dai fondi che tracciano un indice: i benefici potenziali di un voto consapevole (o dell'*engagement* nella società partecipata) sono limitati in ragione dell'amplissimo numero di società nel portafoglio e, in secondo luogo, dal fatto che di esso verrebbero a beneficiare tutti gli altri fondi che tracciano il medesimo indice, con i quali il vantaggio competitivo – a fronte di *fees* più elevate derivanti dall'*engagement* – sarebbe annullato: L.A. BEBCHUCK - A. COHEN - S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, cit. 98 secondo i quali «if the investment manager were to take actions that increase the value of the portfolio company, and therefore also the portfolio that tracks the index, doing so would not result in a superiore performance that could enable the manager to attract funds currently invested with rival investment managers. Such decisions would also not enable the investment manager to increase fees relative to rivals tracking the same index, as such rivals would offer the same gross return without the increased fees». Cfr. anche G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners*, cit., 814 ss.

(⁸⁷) La categoria include sia fondi comuni di investimento sia ETFs (acronimo di *exchange traded funds*): soggetti, cioè, che meccanicamente seguono un indice: cfr. L. BEBCHUCK - S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia L. Rev.*, 2019, 2044.

possibile – salvo eccezioni ⁽⁸⁸⁾ – per i gestori di questi adoperare una strategia di *exit* dalla società partecipata nell'eventualità in cui il monitoraggio passivo (cui sono tenuti al pari degli altri investitori istituzionali) rilevi un prossimo disvalore ovvero iniziative controverse da parte del *management*: essi sono tenuti a mantenere nel proprio portafoglio – in ragione della strategia di investimento che li caratterizza – le azioni delle società che compongono l'indice tracciato ⁽⁸⁹⁾.

Poiché l'attività di selezione delle società oggetto di investimento è esclusa dalle competenze dell'investitore istituzionale (essendo rimessa, integralmente, all'*index provider*), le *management fees* di questi sono normalmente molto inferiori rispetto a quelle degli altri investitori professionali (non passivi) a fronte di rendimenti superiori ⁽⁹⁰⁾: per questa ragione i fondi passivi raccolgono oggi la più parte del risparmio gestito ⁽⁹¹⁾ e sono i principali azionisti degli emittenti. In virtù della significativa crescita di questo tipo di investitori istituzionali, sono numerosissimi gli studi che ne hanno osservato le caratteristiche e i principali elementi problematici, principalmente sotto il profilo del diritto *antitrust* in ragione della circostanza che i maggiori investitori passivi detengono partecipazioni particolarmente consistenti in società che sono, tra loro,

⁽⁸⁸⁾ Sottolineano, infatti, P.G. MAHONEY - A.Z. ROBERTSON, *Advisers by another name*, in *Harvard Bus. L. Rev.*, 2021, 318, spec. nt. 18, che anche se normalmente seguono pedissequamente l'indice preso a riferimento «[index] funds may deviate somewhat from the securities in the underlying index based on cost considerations».

⁽⁸⁹⁾ G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1105.

⁽⁹⁰⁾ V., ad esempio, nella stampa finanziaria, L. BEILFUSS, *Readers React: Low Fees Are Driving Us Into Passive Funds*, in *The Wall Street Journal*, 24 ottobre 2016. V., altresì, in letteratura, L. BEBCHUCK - S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in *Boston U. L. Rev.*, 2019, 727, i quali affermano che i fondi indicizzati debbano la loro esponenziale crescita a: «lower costs, superior returns after fees and tax advantages for investors holding funds in accounts that are not tax-sheltered»

Ricorda inoltre G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 65, che «in molti casi, per i fondi passivi non sono previste commissioni di performance ma soltanto spese di sottoscrizione commisurate agli importi investiti nel fondo».

Con riferimento agli *index providers* e al loro ruolo nella selezione del portafoglio v. i cenni *ultra par.* 5.1.

⁽⁹¹⁾ V., sul punto, l'indagine di L. BEBCHUCK - S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, cit., 727, nella quale si dà atto dello sviluppo dei fondi indicizzati, sia dal punto di vista di patrimonio gestito (dal 2009 al 2018 sono 3.4 trilioni di dollari gestiti passivamente, mentre meno di 200 bilioni quelli dei fondi attivamente gestiti); sia nella prospettiva di partecipazione al capitale delle società quotate, che è quadruplicato nell'ultimo ventennio, passando dal 5.2% al 20.5%.

concorrenti ⁽⁹²⁾. Non mancano tuttavia, più di recente, contributi che sollevano preoccupazioni rispetto agli effetti che i fondi indicizzati, nella loro qualità di soci, determinerebbero sulla *governance* delle società partecipate ⁽⁹³⁾.

La circostanza che questi fondi non possano disinvestire dalle società in portafoglio importa che questi abbiano – strutturalmente – un approccio di lungo termine ⁽⁹⁴⁾: fintantoché una società è ricompresa nell'indice di riferimento, i fondi passivi ne sono azionisti. Per questa ragione detti fondi sono stati individuati da una parte della letteratura come i soggetti idealmente più propensi (e adatti) ad attivarsi per svolgere azioni verso la partecipata funzionalmente indirizzate ad accrescerne il valore nel lungo termine ⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹²⁾ V., per tutti, E. ELHAUGE, *Horizontal Shareholding*, in *Harvard L. Rev.*, 2016, 1267 ss. e F. SCOTTO MORTON - H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in *Yale L. J.*, 2018, 2026 ss. Afferma, da ultimo, che gli effetti anticoncorrenziali siano ancora più gravi rispetto a quanto individuato dalla prevalente letteratura scientifica in ragione dell'effetto che un settore industriale può avere su di un altro: A. ROMANO, *Horizontal Shareholding and Network Theory*, in *Yale J. on Reg.*, 2021, 363 ss.

V., rispetto ai diversi ambiti di analisi del fenomeno, G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners*, cit., 814 ss.

⁽⁹³⁾ V., da ultimo, L.A. BEBCHUCK - S. HIRST, *Big Three Power, and Why it Matters*, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 8/2022, reperibile su www.ssrn.com; cfr., inoltre, *infra*, le nt. 96,97, 98 e il corrispondente testo.

⁽⁹⁴⁾ La visione di lungo periodo come circostanza caratterizzante i fondi indicizzati è stata dichiarata tanto dagli *asset managers* delle c.d. *Big Three* (BlackRock, Vanguard, StateStreet, così definite in quanto il settore dei fondi passivi risulta particolarmente concentrato: v., sul punto, L. BEBCHUCK - S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, cit., 727 ss.), quanto dagli studiosi del fenomeno. V., sul punto, le dichiarazioni dell'ex CEO di Vanguard, F.W. MCNABB III, *Getting to know you: The Case for Significant Shareholder Engagement*, 24 giugno 2015, reperibile all'indirizzo *internet* del *Harvard L. School Forum on Corp. Governance & Fin.*: «as indexers, we are permanent shareholders. To borrow a phrase from Warren Buffet: Our favorite holding period is forever. We're going to hold your stock when you hit your quarterly earnings target. And we'll hold it when you don't. We're going to hold your stock if we like you. And if we don't. We're going to hold your stock when everyone else is piling in. And when everyone else is running for the exits. In other words, we're big, we don't make a lot of noise, and we're focused on the long term».

⁽⁹⁵⁾ V., sul punto, le dichiarazioni dei *managers* di Vanguard e di BlackRock. Il CEO di Vanguard, F.W. MCNABB III, *Getting to know you*, cit., dopo aver ricordato l'impossibilità, per i fondi passivi, di disinvestire dalle società partecipate ricomprese in un indice (cfr. *supra* nt. 94), afferma che: «[t]hat is precisely why we care so much about good governance. Vanguard funds hold companies in perpetuity. We want to see our investments grow over the long-term. We're not interested in managing the companies that we invest in. But we do want to provide oversight and input to the board of directors. And we count on boards to oversee management». V., inoltre, la lettera annuale ai CEO di BlackRock Larry Fink del 2018, *A Sense of Purpose*, reperibile all'indirizzo www.blackrock.com, nel quale si legge che «[i]n managing our index funds, however, BlackRock cannot express its disapproval by selling the company's securities as long as that company remains in the relevant index. As a result, our responsibility to engage and vote is more important than ever».

Affermano che sono «simply too-big-to-be-passive», essendo sottoposti a forti pressioni reputazionali e regolamentari L. ENRIQUES - A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, in *U. Illinois L. Rev.*, 2019, 235 s.

Altri studi, invece, analizzandone gli (dis)incentivi a monitorare *attivamente* le società partecipate ⁽⁹⁶⁾, hanno concluso che è inopportuno che i fondi passivi esercitino i diritti di voto ⁽⁹⁷⁾ o che, più in generale, detti soggetti sono razionalmente incentivati a investire in maniera subottimale nell'attività di *stewardship* ⁽⁹⁸⁾: infatti, quandonche quest'ultima attività, i cui costi sono sopportati individualmente, portasse ad un incremento del valore delle partecipate, il fondo passivo ne beneficerebbe in maniera troppo lieve ⁽⁹⁹⁾.

⁽⁹⁶⁾ Per tutti, J. FISH - A. HAMDANI - S. DAVIDOFF SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2019, 71, secondo i quali «because of the competition faced by mutual fund sponsors, the sponsors that offer passive funds need to exercise their governance rights in an informed manner to promote firm value. Passive investors must do this by relying on voice, rather than exit».

⁽⁹⁷⁾ V., in effetti, la proposta di impedire ai fondi passivi di esercitare il diritto di voto nelle assemblee delle partecipate di D.S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, cit., 493 ss.. Questi investitori incontrano tre distinti disincentivi: (i) poiché debbono – strutturalmente – eguagliare la *performance* dell'indice (e non superarla) non sono sufficientemente incentivati ad assicurare che ogni società nel proprio portafoglio sia ben gestita; (ii) in ragione del fatto che gli effetti degli sforzi di *engagement* di uno beneficiano tutti gli altri fondi che seguono il medesimo indice, si riscontrano i noti problemi di azione collettiva; (iii) gli interventi relativi alla *governance* di una partecipata sono normalmente dispendiosi e annullerebbero il vantaggio competitivo del fondo passivo (che ha *management fees* molto inferiori ad altri fondi). Poiché tuttavia questi fondi sono i maggiori azionisti delle società partecipate e – pur non correttamente incentivati – ne decidono le sorti, sarebbe opportuno, secondo l'A., impedirne il voto in assemblea. V., però, G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners*, cit., 841 ss., il quale sottolinea che la proposta non soltanto non tiene in considerazione i possibili impatti positivi dei fondi passivi sulla *governance* delle partecipate ma rischia altresì di ridurre (soprattutto nell'Europa continentale) ulteriormente la partecipazione degli investitori istituzionali.

⁽⁹⁸⁾ V. L. BEBCHUCK - S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance*, cit., 2029, i quali evidenziano, sulla base di un'analisi costi-benefici, che i fondi indicizzati hanno un forte incentivo a disinvestire nella *stewardship* e ad assecondare le proposte degli amministratori delle partecipate. Sull'adesione quasi totale alle proposte degli amministratori, v. T. ECKETT, *Index Funds Rarely Challenge Management in Shareholder Votes*, in *ETF Stream*, 10 ottobre 2019, reperibile all'indirizzo www.etfstream.com. V. J. FISCH, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds*, cit., 454 ss., secondo la quale il «business model» dei fondi indicizzati è – di per sé – incompatibile con l'analisi *firm-specific* sottesa all'attività di *stewardship*.

⁽⁹⁹⁾ Così L. BEBCHUCK - S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance*, cit., 2053, i quali sottolineano che normalmente le *fees* dei gestori sono una percentuale fissa (e molto bassa) degli *assets under management*: perciò il gestore otterrebbe un guadagno che rappresenta soltanto una piccola frazione del profitto prodotto dalla gestione. Certamente – ammettono gli A. – se la *stewardship* producesse un aumento consistente del valore delle partecipate, il gestore dei fondi indicizzati potrà godere di un piccolo aumento delle commissioni (negli anni successivi e nell'anno in corso), ma l'aumento delle sue *fees* è comunque infinitesimale rispetto all'aumento del valore che la *stewardship* produrrebbe nella partecipata.

Al dibattito sulle potenzialità dei fondi passivi con riferimento alla *governance* delle società partecipate si sono aggiunti diversi studi che ne hanno indagato – in concreto – gli effetti ⁽¹⁰⁰⁾.

Ciò che qui più importa è analizzare – a prescindere dagli incentivi e dagli effetti sulla *governance* osservati sino ad ora ⁽¹⁰¹⁾ – la peculiare situazione nella quale si trova un socio istituzionale che non può disinvestire (che non può, quindi, esercitare la *exit*), domandandosi se questa situazione abbia un impatto – e se sì, quale – in punto di doveri di diligente gestione; se, quindi, la circostanza che la *voice* sia l'unica maniera (apparentemente) a disposizione dell'investitore passivo per valorizzare il proprio investimento nella partecipata, lo renda obbligato a tenere un comportamento attivo nei confronti di questa, monitorando attivamente il suo investimento, dal quale – come visto – (salvo eccezioni) non esce.

Il quesito appare necessario in ragione del fatto che le reazioni al monitoraggio *passivo* risultano, per questi soggetti, limitate. Qualora essi ipotizzassero, nell'ambito del monitoraggio sulle rilevanti operazioni sul capitale, il venire in essere di una possibile futura perdita di valore della società partecipata resterebbero comunque azionisti della medesima.

Si è esclusa la sussistenza, in capo ad *ogni* gestore, di un dovere di *stewardship* in ragione dell'interpretazione della nozione di monitoraggio. Quest'ultima, infatti, si manifesta in due accezioni distinte: quella *attiva* e quella *passiva*. È solo quest'ultima a rappresentare un dovere per il gestore. È rimessa alla discrezionalità dell'investitore istituzionale l'attività di reazione ad un monitoraggio passivo. Essa può ben consistere,

⁽¹⁰⁰⁾ V. J. FISH - A. HAMDANI - S. DAVIDOFF SOLOMON, *The New Titans of Wall Street*, cit., 43 ss. V., altresì I.R. APPEL - T.A. GORMLEY - D.B. KEIM, *Passive investors, not passive owners*, in *J. Fin. Econ.*, 2016, 111 ss., i quali riscontrano la presenza di amministratori più indipendenti, la rimozione di difese *anti-takeover*, e una superiore parità nei diritti di voto spettanti ai diversi azionisti a seguito di *engagement* da parte dei fondi passivi.

Cfr., con riferimento agli effetti dell'*engagement* sull'innovazione tecnologica delle società partecipate da fondi passivi: Y. YANG, *Are Passive Institutional Investors Engaged Monitors or Risk-Averse Owners? Both!*, International Monetary Fund Working Paper No. 158/2021, reperibile all'indirizzo www.imf.org.

⁽¹⁰¹⁾ L. BEBCHUCK - S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance*, cit., 2071, pur senza farne un'analisi, accennano ai doveri fiduciari dei fondi passivi al fine di verificare se questi siano un sufficiente disincentivo all'*underinvestment* nella *stewardship*. Ne concludono che i doveri fiduciari non sono sufficienti a regolare l'agire degli *agents*: importano anche (e assai) gli incentivi che questi ultimi hanno ad operare in una certa maniera.

pertanto, in un'attività di *stewardship* (se la strategia d'investimento e la struttura dell'istituzionale lo consente), nell'*exit* dalla società ovvero, perfino, in una non-azione. Una non-azione può certamente considerarsi facente parte di una gestione diligente dell'investimento qualora il gestore – sempre nell'ambito della discrezionalità che gli è attribuita – ritenga che la diminuzione del valore di una singola società non abbia, per diverse ragioni, impatti di rilievo sul portafoglio.

Se questo è vero, si è rilevato che all'investitore passivo non è – di regola – consentita l'*exit*: residuano perciò, quali strumenti per una eventuale reazione, la *voice* e la non-azione.

Per questo motivo sembra ragionevole ammettere che nell'eventualità in cui l'investitore passivo scegliesse, a prescindere e *a priori*, di essere passivo anche nei confronti dell'esercizio del voto e dello *stewardship*, la gestione che opera potrebbe non essere considerata diligente.

In altre parole, non è tanto la nozione di monitoraggio (e la sua interpretazione in senso *attivo* ovvero *passivo*) che porta a operare una distinzione rispetto ai fondi indicizzati e ai loro poteri reattivi; lo è, per converso, il principio di diligente gestione dell'investimento, che impone – a fronte dell'impossibilità di disinvestire – di valutare, con un'analisi di costi e benefici, se un'attività di *stewardship* sia necessaria. Se il disinvestimento non è consentito, non può adottarsi una politica del tutto passiva rispetto al voto e alla *stewardship*.

Ciò non confligge con quanto si è più sopra detto rispetto alla compatibilità di una politica del tutto passiva ⁽¹⁰²⁾: il modello che si è prospettato in quella sede considerava un investimento di natura attiva; un modello, cioè, nel quale l'investitore istituzionale sceglie come e quando investire in una data società e, specularmente, disinvestirne. Diversa risulta, pertanto, la circostanza nella quale vengono a trovarsi dei fondi che strutturalmente non adottano strategie di *exit*.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. *retro* par. 2.2.

5. Sul ruolo della diligente gestione nell'esternalizzazione di (alcune) funzioni: i *proxy advisors* e gli *index providers*.

Si è detto della funzione dell'esercizio del voto e del monitoraggio delle società partecipate nella prestazione del servizio di gestione in monte in maniera *diligente*. La diligente gestione non può prescindere, in nessun caso, dall'attento monitoraggio dell'investimento che rappresenta, pertanto, il principale obbligo del gestore.

Non può non farsi, quindi, un breve cenno alla (estremamente diffusa) prassi che consiste nell'esternalizzazione di alcune funzioni che tipicamente rientrano nelle attività costitutive del servizio. A prescindere dai singoli soggetti ai quali viene richiesto di svolgere funzioni e attività proprie del gestore, pare utile in questa sede chiarire come detta prassi si rapporti al dovere fiduciario di diligente gestione nei confronti del proprio cliente e, più nello specifico, al dovere di monitoraggio.

Non si vuole analizzare la disciplina delle deleghe di funzioni ⁽¹⁰³⁾; ci si propone principalmente di chiarire se l'attuale quadro normativo in materia di diligente gestione – che pur non si occupa, direttamente, dei problemi dei quali si discute – sia un presidio sufficiente al fine di garantire che, quando riceve consulenze in materia di voto oppure quando segue un indice, il gestore resti obbligato, nei confronti dei suoi clienti, al grado di diligenza che dovrebbe tenere qualora esercitasse il voto senza aver ricevuto consulenze e come se avesse selezionato la società partecipata autonomamente.

Il fenomeno mediante il quale un gestore delega taluni elementi della sua attività ad un soggetto esterno ad esso è dettagliatamente regolato dal legislatore europeo e nazionale. Il principio sul quale poggia l'intera disciplina è volto ad evitare che il gestore non si spogli – nei confronti dei suoi clienti – della responsabilità su quella parte di funzione che delega. Esso non può, infatti, trasformarsi in una c.d. *letter box entity* ⁽¹⁰⁴⁾ dovendo, viceversa, non soltanto mantenere il potere di definire la politica di investimento

⁽¹⁰³⁾ Per l'analisi della quale si rimanda, da ultimo, a P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 613 ss.

⁽¹⁰⁴⁾ Il termine della AIFMD è tradotto con «società fantasma». Cfr. art. 20, comma 3, il quale prescrive che: «il fatto che il GEFIA abbia delegato delle funzioni ad un terzo o qualsiasi ulteriore subdelega non pregiudicano la responsabilità del GEFIA nei confronti del FIA e dei suoi investitori, né il GEFIA delega le sue funzioni in misura tale da non poter essere più considerato, in sostanza, il gestore del FIA o in misura tale da diventare una società fantasma». Sul tema v., per tutti, L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 261 ss.

e il profilo di rischio del fondo, bensì (e soprattutto) conservare una struttura organizzativa che garantisca di vigilare sull'operato del soggetto delegato. Quest'ultimo impegno sarebbe sufficiente, se rispettato, ad assicurare che, quando il gestore delega ad un soggetto terzo alcune proprie attività, la gestione sia in effetti diligente. Vi sono, tuttavia, specialmente con riferimento ad alcune funzioni, taluni problemi di natura regolamentare ed economica che giustificano la rilevanza della questione.

5.1. (Segue) I *proxy advisors*.

Si è più sopra affermato che l'esercizio del voto e, più in generale, la *stewardship* nei confronti della società partecipata possono non essere funzioni dovute: la circostanza che siano attività che comportano costi elevati a fronte di risultati incerti sui rendimenti giustificerebbe, infatti, la scelta, da parte del gestore che svolga il servizio nel miglior interesse del proprio cliente, di non porre in essere dette attività. Si è detto, altresì, che nonostante non vi siano sufficienti elementi di natura normativa che possano supportare la necessità delle dette attività, soprattutto con riferimento alla prima, i gestori tendono a considerarla un obbligo e, anzi, com'è stato correttamente sottolineato, più che altro una questione di *compliance* ⁽¹⁰⁵⁾. Perciò la più parte dei gestori esternalizza la ricerca e l'analisi preliminare in funzione del possibile esercizio del voto. E ciò anche in ragione del fatto che pervenire a consapevoli decisioni sulla singola adunanza di una delle (moltissime) società partecipate importerebbe un incremento dei costi interni – che sarebbero poi inclusi nelle *fees* del gestore – non giustificabili da vantaggi economici ⁽¹⁰⁶⁾.

⁽¹⁰⁵⁾ Da M. BELCREDI - S. BOZZI - A. CIAVARELLA - V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement*, cit., 7, secondo i quali poiché gli investitori istituzionali detengono tipicamente una percentuale del capitale esigua, il costo che deriverebbe dalla ricerca e dall'analisi relativa a ciascuna assemblea delle società partecipate sarebbe insostenibile. Per questa ragione «the voting process is sometimes performed by institutional investors as a compliance duty (i.e. they simply make sure that the votes are cast according to a pre-specific policy), rather than as an activity directly involving asset managers who engage in equity research for the purpose of portfolio selection (i.e. buy or sell decisions to enhance the fund's value)».

⁽¹⁰⁶⁾ Sottolinea – in termini generali e non quindi rispetto al fenomeno dei consulenti di voto – L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, cit., 261 s., che le ragioni che spingono all'*outsourcing* coincidono con «un calcolo di convenienza economica».

I servizi dei consulenti in materia di voto rispondono pertanto all'esigenza di riduzione dei costi ed efficientamento della funzione: diffusi a partire dall'inizio degli anni '80 del secolo scorso ⁽¹⁰⁷⁾, i servizi resi dai *proxy advisors* – anche in ragione di un contesto normativo sempre più favorevole all'*engagement* ⁽¹⁰⁸⁾ – hanno conosciuto un costante incremento di domanda ⁽¹⁰⁹⁾. In considerazione della potenziale influenza di questi sugli investitori istituzionali e – per l'effetto – sui risultati delle votazioni assembleari delle società da questi ultimi partecipate, la materia è stata studiata principalmente dalla prospettiva di *corporate governance* degli emittenti ⁽¹¹⁰⁾.

Dal punto di vista regolatorio, la strategia legislativa afferente a *proxy advisors* ha riguardato la trasparenza del loro operato e delle metodologie adottate ⁽¹¹¹⁾.

⁽¹⁰⁷⁾ V. A.R. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose*, in *Cardozo L. Rev.*, 2002, 1430 ss.

⁽¹⁰⁸⁾ Così G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 41 s., la quale evidenzia come la ridefinizione del modello di *governance* – con una maggiore attenzione, per un verso, ai diritti degli azionisti e, per altro, alla tutela dei soggetti per conto dei quali gli investitori istituzionali gestiscono i patrimoni – hanno importato una spinta all'esercizio del voto da parte degli investitori istituzionali. A fronte dell'«incremento di detti oneri, indotti dall'evoluzione del quadro normativo di riferimento, in cui incorrono gli investitori istituzionali in relazione ai diritti di voto di cui dispongono e in connessione con il dovere di gestione nell'interesse degli investitori finali, è infatti conseguito negli Stati Uniti (e nei paesi dell'area europea) un incremento della domanda di servizi di *proxy advisory*».

⁽¹⁰⁹⁾ Diffusamente sul punto S. CHOI - J. FISCH - M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality*, in *Emory L. J.*, 2010, 869 ss, ma spec. 871 ss.

A ciò si aggiunga – come sottolineano L. ENRIQUES - A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, cit., 236 ss. – che la crescente diffusione è dovuta, negli Stati Uniti, anche all'introduzione di talune prescrizioni in ordine all'obbligo, in capo ai fondi pensione, di votare secondo i doveri fiduciari del *trustee* (Avon Letter del 1998, U.S. Department of Labor, Pension & Welfare Benefit Program, Opinion Letter to Mr. Helmuth Fandl, Chairman of the Retirement Board of Avon Products, Inc., at 3 (Feb. 23, 1998) nonché di regole che richiedevano ai soggetti che sono qualificabili come Investment Advisers, di pubblicare le proprie decisioni di voto (Final Rule: Proxy Voting by Investment Advisers, 68 Fed. Reg. 6586 (2003)): entrambe hanno certamente reso gli investitori istituzionali più consapevoli (o quantomeno *accountable*) rispetto all'esercizio del voto per conto altrui, incrementando così anche la domanda dei servizi dei *proxy advisors*.

⁽¹¹⁰⁾ Lo testimonia la prevalente e principale letteratura sul fenomeno nonché la circostanza che, in Europa, la regolazione di questi operatori è avvenuta mediante la Direttiva Azionisti II la quale, come noto, riguarda la partecipazione nel capitale degli emittenti quotati. Per una ricognizione delle regole della direttiva in discorso v. F. URBANI, *Trasparenza dei consulenti in materia di voto (Proxy Advisor)*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 208 ss. e sulla loro implementazione nel T.u.f. v., in particolare, G. BALP, *Commento sub art. 124-octies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonaura, Milano, 2020, 967 ss.

⁽¹¹¹⁾ V., sul punto, M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, cit., 684, spec. nt. 54, il quale rende conto della natura della politica legislativa adoperata nei confronti dei *proxy advisors* e delle criticità ad essa connesse. V., altresì, per la puntualizzazione sulla politica legislativa europea: G. BALP, *Regulating proxy advisors through transparency: pros and cons of the EU approach*, in

Purtuttavia, tra gli interessi meritevoli di tutela, nel novero di quelli che vengono in rilievo in ragione della funzione dei *proxy advisors*, ruolo centrale assume quello di cui è portatore il cliente finale dell'investitore istituzionale ⁽¹¹²⁾. Non si rinvencono, però, esplicite disposizioni di diritto positivo – soprattutto alla luce della regolamentazione interna che implementa quella dell'Unione europea ⁽¹¹³⁾ – che abbiano ad oggetto il rapporto con il gestore ⁽¹¹⁴⁾. E infatti, com'è stato notato, la disciplina della delega delle funzioni di cui si è inizialmente fatto cenno non sembrerebbe includere – tra le attività che ne demandano l'applicazione – quella prestata dai consulenti in materia di esercizio del voto ⁽¹¹⁵⁾. Qualora questa fosse applicabile il gestore sarebbe responsabile della

ECFR, 2017, 1 ss., la quale evidenzia che l'approccio fondato sulla trasparenza dipende, in larga misura, dall'incentivo e, più in generale, dalla concreta possibilità che gli investitori istituzionali monitorino attivamente, nel merito, i servizi richiesti ai *proxy advisors*.

⁽¹¹²⁾ Lo sottolinea M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 678 secondo il quale «la dimensione operativa del problema sollevato dall'impiego dei PA» non è tanto quello del diritto societario, né quello del mercato finanziario, bensì quello della gestione collettiva del risparmio.

⁽¹¹³⁾ V., infatti, *infra*, la nt. 104, ove si chiarisce la distinzione operata dal regolatore italiano, nell'ambito della sua delega.

⁽¹¹⁴⁾ Lo nota M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 684, il quale propone, al fine di colmare il vuoto normativo di cui si è fatto cenno, di includere il servizio dei consulenti in materia di voto nell'alveo della disciplina europea dei servizi di investimento, in modo da sottoporla alle regole previste dalla MiFID e dalle misure di secondo livello in punto di consulenza in materia di investimenti; la detta soluzione sarebbe del resto in linea – ricorda l'A. – con quanto è previsto negli Stati Uniti, dove la SEC ha imposto ai *proxy advisors* di registrarsi «nell'assunto che la loro attività costituisca "sollecitazione"». Alternativamente, l'A. auspica un intervento del legislatore che miri ad estendere la disciplina che regola l'esternalizzazione di funzioni del gestore anche al rapporto con i *proxy advisors*: «una simile scelta normativa avrebbe il pregio di imporre al PA l'obbligo di ordinare le raccomandazioni di voto sulla base delle *specifiche* esigenze del gestore e delle caratteristiche del suo processo di investimento: in definitiva, dunque, di tener conto in via esclusiva dell'interesse dei partecipanti ai fondi amministrati dalla Sgr» oltre che rafforzare gli obblighi del gestore sull'azione del *proxy advisor*.

⁽¹¹⁵⁾ L'attività svolta dal *proxy advisor* non sembra potersi assoggettare alla disciplina della delega di funzioni in quanto, per un verso, non sembra potersi ascrivere al novero delle attività «essenziali» o «importanti» che integrano la stessa e, per altro verso, sembra poter integrare, pacificamente, le attività che *non* sono essenziali.

Le funzioni essenziali (o importanti) sono «le funzioni operative per le quali un'anomalia nella sua esecuzione o la sua mancata esecuzione possono compromettere gravemente la capacità del gestore di conformarsi alle condizioni e agli obblighi derivanti dalla sua autorizzazione o previsti dalla disciplina di vigilanza; ovvero i risultati finanziari, la solidità o continuità della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio»: così l'art. 31 del Regolamento di attuazione degli articoli 4-*undecies* e 6, comma 1, lettere b) e c-*bis*), del TUF – Provvedimento del 5 dicembre 2019 (anche "Regolamento di attuazione"). Sempre l'art. 31 del Regolamento di attuazione rimanda, per la definizione delle attività che *non* sono da considerarsi essenziali, all'art. 30, co. 2, Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni

corretta esecuzione del servizio e sarebbe per legge tenuto ad operare un controllo pervasivo sull'attività del soggetto delegato ⁽¹¹⁶⁾.

Se alla prestazione fornita del consulente di voto non può applicarsi la disciplina in materia di deleghe di funzioni – anche se *fattualmente* può quantomeno dubitarsi che essa non lo sia –, ciò significa, allora, che l'attività preliminare all'esercizio dei diritti amministrativi resta in capo al gestore «al quale rimane a tutti gli effetti imputabile la decisione qualificata sul voto, che a sua volta si presuppone assunta in ragione di un'*autonoma* valutazione, per quanto eseguita (anche) con l'ausilio della prestazione di consulenza di voto» ⁽¹¹⁷⁾.

Qualora si trattasse di una delega di funzione (alla quale potesse applicarsi la rilevante disciplina) la diligente gestione sarebbe misurata in proporzione al monitoraggio dell'attività del soggetto terzo delegato (così come anche al vaglio qualitativo sul servizio prestato). Diversamente, ricadendo nelle funzioni e attività proprie del gestore, il

di taluni termini ai fini di detta direttiva. Non si considerano essenziali per il Regolamento di attuazione – al pari dell'art. 20 del previgente Regolamento Congiunto, sul quale v. sia M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, cit., 684 ss., sia G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 314 s. – e risultano quindi escluse dall'applicazione della disciplina rilevante, (a) né la prestazione di servizi di consulenza (qualifica che sembra esprimere correttamente l'attività dei *proxy advisors*), né (b) l'acquisto di servizi standardizzati (che pure faticosamente sembra inapplicabile ai servizi dei consulenti di voto).

Si è visto che la distinzione tra le attività essenziali e quelle che non lo sono non si ricava da immediate disposizioni della AIFMD (che regola la delega di funzioni all'art. 20) o del Regolamento delegato 231/2013 (artt. 75 ss.) (come infatti sottolinea EA., *ibidem*, la quale evidenzia che nella disciplina europea dei gestori è stato omesso «ogni riferimento espresso a un necessario carattere *essenziale* o *importante* della funzione oggetto di esternalizzazione»).

A formalizzare detta distinzione esplicitamente (sancendo così l'esclusione dell'attività dal novero della disciplina rilevante) è infatti la normativa regolamentare della Banca d'Italia, su delega del TUF. Nota tuttavia L. PICARDI, *Competenza gestoria degli amministratori e deleghe di funzioni nella Sgr*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 61 ss., ma spec. 69, che una linea di demarcazione fra le deleghe di gestione "vere e proprie" e la traslazione di funzioni aziendali che non qualificano l'attività di gestione si potrebbe ricavare anche dal trentunesimo Considerando della AIFMD che estende «i rigorosi vincoli e requisiti stabiliti per la delega di funzioni da parte dei GEFIA» alla «delega di funzioni di gestione previste nell'allegato I»; il Considerando reca, altresì, che «la delega di compiti ausiliari, quali ad esempio le funzioni amministrative o tecniche eseguite dal GEFIA nell'ambito delle proprie mansioni gestionali, non dovrebbe essere assoggettata agli specifici vincoli e requisiti previsti dalla presente direttiva» (cfr. Considerando 31, AIFMD).

⁽¹¹⁶⁾ Alla delega di funzioni operative «essenziali» o «importanti», è applicabile il Titolo V del Regolamento di attuazione che postula, tra le altre, all'art. 50, che il gestore sia in grado di «controllare in modo effettivo in qualsiasi momento il compito delegato, di dare in ogni momento istruzioni al delegato e di revocare la delega con effetto immediato»; così come anche che «la delega non ostacola l'effettiva supervisione del gestore sulle funzioni delegate, né compromette la sua capacità di agire nel miglior interesse degli OICR e dei clienti».

⁽¹¹⁷⁾ Così, G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 313.

controllo di questo – se si avvale del servizio di un terzo – riguarda più strettamente la verifica sulla raccomandazione di voto (o meglio, non richiede necessariamente il controllo *anche* sul soggetto delegato). Se questo è vero, nonostante la prima tra le due alternative imporrebbe un controllo più pervasivo (dovendosi estendere anche al soggetto che esprime la raccomandazione), anche la seconda impone una verifica (quantomeno) sulla qualità della raccomandazione. Infatti, se la consulenza di voto non è tanto la raccomandazione di un soggetto terzo, bensì una estrinsecazione *diretta* dell'attività del gestore, il principio generale di diligente gestione così come quello di lealtà non consentono al gestore di replicare passivamente la raccomandazione senza che su di essa sia stato operato un controllo di natura qualitativa. Si è sostenuto, rispetto all'esercizio del voto, che il gestore è libero nell'*an*, ma non nel *quomodo* ⁽¹¹⁸⁾. In osservanza del dovere di lealtà questi deve, infatti, esercitare i diritti amministrativi sempre nell'interesse ultimo del beneficiario finale (diversamente dal *proxy advisor* che non soltanto non ha alcun dovere nei confronti del beneficiario, ma normalmente fornisce ai propri clienti – a prescindere dalla loro struttura e natura – le medesime raccomandazioni ⁽¹¹⁹⁾). In aggiunta, la struttura organizzativa del gestore richiede a questo di predisporre una *policy* che regoli il procedimento relativo all'esercizio del voto. La procedimentalizzazione di questo processo è richiesta al fine di consentire al gestore di sovrintendere e organizzare ogni fase precedente all'esercizio del voto.

Non può che escludersi, pertanto, che il gestore – che si atteggi come un delegante ovvero come un soggetto che opera con diligenza – sia legittimato a ricevere acriticamente e passivamente le raccomandazioni del consulente di voto ⁽¹²⁰⁾. In buona

⁽¹¹⁸⁾ Cfr. Capitolo Secondo, par. 1.2, ove si chiarisce che il voto esercitato dal gestore deve in ogni caso tendere al realizzare il miglior interesse dei beneficiari finali.

⁽¹¹⁹⁾ Sulla standardizzazione delle raccomandazioni, v. M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Columbia Bus. L. Rev.*, 2010, 828 s., oltre che G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 118 ss.

⁽¹²⁰⁾ Parimenti, negli Stati Uniti, è il dovere fiduciario degli investitori istituzionali nei confronti dei propri clienti ad impedire, nelle recenti parole della Commissaria della SEC Hester M. Peirce, un *outsourcing* di responsabilità (testualmente: «Investment advisers who use these platforms have a fiduciary duty to exercise their voting authority in the best interest of their clients. Although advisers can get help, they cannot outsource that responsibility to anyone, including proxy advisors»). Cfr. HESTER M. PEIRCE, *U-Turn: Comments on Proxy Voting Advice*, 13 luglio 2022, reperibile sul sito *internet* della Commissione). V. anche: U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms – Staff Legal Bulletin No. 20*, 30 giugno 2014, reperibile sul sito *internet* della Commissione, con il quale la Divisione *Investment Management* della SEC risponde ad alcune domande circa i doveri dei gestori quando si servono delle attività dei *proxy advisors*. La Commissione afferma che

sostanza, le *policies* non possono consistere nell'affermazione che il gestore riceve raccomandazioni da terzi.

5.2. (Segue) Gli *index providers*.

Diversa – e più complessa questione – riguarda il ruolo degli *index providers* ⁽¹²¹⁾. Anche a tali soggetti alcuni investitori istituzionali delegano una funzione propria dell'attività di gestione in monte: la scelta delle società al capitale delle quali partecipare.

l'investitore istituzionale debba – qualora richieda i servizi di un *proxy advisor* – adottare e implementare politiche e procedure che siano finalizzate a controllare la parte terza per assicurare che l'istituzionale continui comunque a votare nel miglior interesse dei propri clienti (cfr. Question 4). In aggiunta, l'investitore istituzionale dovrebbe verificare che la società di consulenza cui si affida abbia le capacità e le competenze per analizzare i problemi afferenti l'esercizio del voto nonché per fornire raccomandazioni «based on materially accurate information» (Cfr. Question 5).V. sul punto anche le più recenti Guidelines: ID., *Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers*, 21 agosto 2019, reperibili sul sito *internet* della Commissione e commentati da F.M. PLACENTI, *The SEC's Evolving Views Regarding Proxy Advisors*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 23 novembre 2019, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu, il quale opera una rassegna (cronologica) dei diversi orientamenti della Commissione.

Esclude, infatti, che il gestore sia esonerato da responsabilità circa il contenuto delle raccomandazioni, N. CIOCCA, *I consulenti di voto, negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 25.

⁽¹²¹⁾ Gli *index providers* («fornitore dell'indice» secondo l'art. 3, co. 2, Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2016 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014)

La letteratura ⁽¹²²⁾, così come anche l'autorità di vigilanza dei mercati nordamericana ⁽¹²³⁾, sta avanzando la proposta che questi ultimi (in particolare quando essi formulano un indice "su richiesta" ⁽¹²⁴⁾) siano assimilati agli *investment advisers* con la conseguenza che in capo ad essi incomberebbero doveri fiduciari nei confronti dei propri clienti (i fondi passivi), oltre che obblighi di registrazione e controllo che ad oggi non sono ad essi applicabili ⁽¹²⁵⁾). La ragione che ha giustificato la proposta è che, si è affermato ⁽¹²⁶⁾, la strategia che consiste nel seguire un indice collima con una forma di

⁽¹²²⁾ V. P.G. MAHONEY - A.Z. ROBERTSON, *Advisers by another name*, cit., 321 ss., i quali operano una distinzione tra la selezione delle azioni «by General Indices» e quella dei c.d. «Single Purpose Indexes». La prima modalità di adesione ad un indice si verifica mediante l'investimento nelle società presenti in un determinato indice preesistente; diversamente, la seconda modalità s'identifica nell'investimento in società presenti in un indice che viene appositamente strutturato per un determinato gestore di fondi indicizzati. Quest'ultima attività – affermano gli A. – rientrerebbe nelle «personalized recommendations» e rientrerebbe a pieno titolo nell'attività degli *investment advisers*: «*knowingly providing a list that a fund will treat as a portfolio allocation is "advising ... as to the advisability" of trading in securities* [corsivo nell'originale; ndr]»; infatti, «providing something that, in practice, could operate as a portfolio selection tool can constitute "advice"» ai sensi della disciplina rilevante. Diversamente, se soddisfatti alcuni requisiti di trasparenza, gli *index providers* che non forniscono un indice "su misura" al gestore, potrebbero non ricadere nella categoria (non essendo loro applicabile la disciplina) dell'*investment adviser*.

Ma sugli *index providers* la letteratura straniera è abbastanza estesa. V. anche, rispetto agli incentivi dei fornitori di indici, J.C. COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 1001/2019, reperibile all'indirizzo www.law.harvard.edu; J. FICHTNER - E.M. HEEMSKERK - J. GARCIA-BERNARDO, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, in *Bus. and Politics*, 2017, 298 ss.; S. HIRST - K. KASTIEL, *Corporate Governance by Index Exclusion*, in *Boston University L. Rev.*, 2019, 1229, i quali sottolineano la potenziale influenza dei fornitori di indici sulla governance delle società quotate in ragione della loro possibile esclusione da un indice; J.I. MCCARTHY, *Benchmarking the World: A Proposal for Regulatory Oversight of Stock Market Index Providers*, in *Vanderbilt J. of Transnational L.*, 2018, 1191 ss.

⁽¹²³⁾ Cfr. le parole del presidente della SEC, Gary Gensler, *Statement on Request for Comment on Certain Information Providers*, 15 giugno 2022, reperibile all'indirizzo *internet* della Commissione, che ha richiesto commenti circa il ruolo degli *index providers* e rispetto alla possibilità che questi in effetti forniscano «investment advice rather than merely information». Nel ricordare l'evoluzione degli *index providers*, afferma che questi «having evolved in size and scope, these indexes are increasingly influential. Thus, an index provider's decision to include a particular security in an index often influences users of the index to purchase or sell securities».

⁽¹²⁴⁾ V. *supra* la nt. 122 la distinzione tra la selezione «by General Indices» e quella dei «Single Purpose Indexes».

⁽¹²⁵⁾ Sempre P.G. MAHONEY - A.Z. ROBERTSON, *Advisers by another name*, cit., 330 ss.

⁽¹²⁶⁾ V. A.Z. ROBERTSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, in *Yale J. on Regulation*, 2019, 795 ss. Secondo l'Autrice: «[r]ather than being passive in any meaningful sense, index investing simply represents a form of delegated management, whereby the investor (the principal) empowers a delegatee (her agent) to make decisions on her behalf» (798). Nello stesso senso anche P.G. MAHONEY - A.Z. ROBERTSON, *Advisers by another name*, cit., 318: «[w]hile index funds are often

delega della gestione. La selezione del portafoglio, infatti, è dettata quasi integralmente dall'indice ⁽¹²⁷⁾ e non dal gestore (sul quale grava l'obbligo di prestare il servizio con diligenza). Il fornitore dell'indice diviene così un agente che assume decisioni delle quali non sopporta il rischio ⁽¹²⁸⁾. Mentre i rapporti di agenzia che si instaurano tra il gestore e il fondo sono ben noti ⁽¹²⁹⁾ e formano oggetto di parte della legislazione europea ⁽¹³⁰⁾, non sembra esserci la medesima consapevolezza rispetto all'attività dei fornitori di indici.

Oltre alle regole che presidiano l'attività degli *index providers* ⁽¹³¹⁾, il rapporto di questi ultimi con i gestori è infatti limitato ad una sola previsione ⁽¹³²⁾ che concede ai secondi di superare determinati limiti di detenzione di partecipazione in un emittente in ragione della strategia di investimento che consiste nella riproduzione di un indice, a condizione che l'indice sia sufficientemente diversificato. Non sono previsti, quindi, precisi obblighi di diligenza rispetto alla valutazione dell'indice. Sembra, tuttavia, legittimo ritenere che la valutazione debba essere *comunque* posta in essere in ragione del principio di diligente gestione secondo il quale il gestore deve valutare i rischi nell'ambito della scelta dell'investimento oltre che nel corso del rapporto di gestione. Se la diligente gestione è – come si è visto ⁽¹³³⁾ – il presidio funzionalmente volto a garantire che il gestore, per un verso, raccolga informazioni sufficienti per formulare le strategie adeguate al proprio regolamento nonché, per altro verso, realizzi procedure di monitoraggio in

characterized as “passive”, this does not imply that no one is selecting the stocks in the fund’s portfolio. As a logical matter, *someone* has to decide how to allocate the capital invested in an index fund».

⁽¹²⁷⁾ Cfr. *retro* nt. 88.

⁽¹²⁸⁾ V. A.Z. ROBERTSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and “Index” Investing*, cit., 808.

⁽¹²⁹⁾ Per tutti, v. L.A. BEBCHUCK - A. COHEN - S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, cit., 89 ss.

⁽¹³⁰⁾ V., infatti, gli artt. 3-*octies* e 3-*novies* della Direttiva Azionisti II. Cfr., in commento, M. GARGANTINI, *Trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi*, cit., 171 ss. Sui problemi sollevati dalla *investment chain* v., *retro*, Capitolo Secondo, nt. 45.

⁽¹³¹⁾ Cfr. Regolamento 2016/1011.

⁽¹³²⁾ Si tratta dell'art. 53 della Direttiva UCITS, che testualmente reca: «gli Stati membri possono elevare i limiti stabiliti dall'articolo 52 [limiti alla detenzione di partecipazioni nel medesimo emittente; ndr] fino a un massimo del 20% per gli investimenti in azioni o obbligazioni di uno stesso emittente, quando, conformemente al regolamento del fondo o all'atto costitutivo, l'obiettivo della politica di investimento dell'OICVM è riprodurre la composizione di un determinato indice azionario o obbligazionario riconosciuto dalle autorità competenti, a condizione che: a) la composizione dell'indice sia sufficientemente diversificata; b) l'indice rappresenti un parametro di riferimento adeguato per il mercato al quale si riferisce; e c) l'indice sia reso pubblico in modo adeguato».

⁽¹³³⁾ Cfr. *retro*, par. 1.

grado di verificare il profilo di rischio del portafoglio, qualora esso non vagliasse affatto il profilo di rischio che emerge dalla composizione dell'indice, nonché quello emergente dall'attività di quest'ultimo (di inclusione ed esclusione di emittenti), risulterebbe certamente inadempiente del dovere di diligente gestione. Peraltro, quandanche il gestore esternalizzasse (mediante una delega) una specifica funzione di gestione (quella di selezione delle società facenti parte del portafoglio), esso sarebbe comunque tenuto a conservare il potere (che incombe in capo all'organo che svolge la funzione di supervisione strategica) di definire la politica di investimento e il profilo di rischio del fondo, ma anche di definire (e mantenere) strutture organizzative che garantiscano l'efficace vigilanza sull'operato del delegato ⁽¹³⁴⁾.

5.3. (Segue) Cenni conclusivi.

Se quanto si è detto consente di ammettere che il contesto normativo attuale – pur senza espresse disposizioni in materia – non permette al gestore di disinteressarsi del monitoraggio del rischio e della selezione del portafoglio senza disattendere i propri doveri, sembra non potersi ignorare la presenza di uno iato tra le prescrizioni normative e le circostanze economiche nelle quali esse si collocano. Le ragioni per le quali gli investitori istituzionali ricorrono ai servizi in discorso sono – tra le altre – di natura economica, poiché è per essi conveniente “esternalizzare” un servizio. Se il monitoraggio richiesto alla luce dell'interpretazione delle norme rilevanti elimina del tutto la convenienza economica dell'operazione, pare legittimo quantomeno dubitarsi che – pur valide ed efficaci – le dette norme possano essere disapplicate.

Se gli investitori istituzionali potessero applicare, senza alcuna verifica, le raccomandazioni dei consulenti di voto, il servizio reso da questi ultimi risulterebbe senz'altro economicamente conveniente. I *proxy advisors* sono in grado di fornire il servizio ad un costo non particolarmente elevato in ragione delle economie di scala che i loro servizi, grazie alla – pressoché totale – standardizzazione raggiungono. Il costo del

⁽¹³⁴⁾ In questi termini, sulla delega di specifiche funzioni, P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 614. V., altresì, sul punto, L. PICARDI, *Competenza gestoria degli amministratori e deleghe di funzioni nella Sgr*, cit., 83 ss.

servizio del consulente di voto – se questo potesse essere accettato acriticamente e poi applicato – risulta certamente inferiore rispetto alle risorse che andrebbero impiegate nella parte di struttura interna del gestore che si occupi del monitoraggio e della valutazione preliminare all’esercizio dei diritti amministrativi, in assenza di dati o indicazioni fornite dal consulente. Al contrario, la verifica *diligente* sulle raccomandazioni del consulente comporterebbe l’esborso delle *fees* (pur anche limitate) al consulente di voto, oltre che dell’impiego di disponibilità volte a consentire ad una funzione organizzativa interna di vagliare (probabilmente in misura minore rispetto alla precedente ipotesi) i contenuti dei servizi prestati dal primo. Se si rivelasse necessaria un’attività di verifica sulla qualità di quanto viene proposto dal *proxy advisor*, l’investitore istituzionale sarebbe gravato da oneri «che ridurrebbero i margini di convenienza economica che giustificano il ricorso ad incarichi di consulenza di voto»⁽¹³⁵⁾.

In conclusione: se esiste un fondamento normativo (rinvenibile nel principio di diligente gestione) che impone agli investitori istituzionali di verificare attentamente il contenuto del servizio del *proxy advisor*, non sembra possibile che questo dovere possa essere in concreto esercitato.

Lo stesso si può dire rispetto agli *index providers* il lavoro dei quali, pur remunerato dalla *licensing fee*⁽¹³⁶⁾, consente, se non diligentemente vigilato, ai fondi passivi (come infatti avviene) di mantenere delle commissioni di gestione più basse rispetto ad altri che, invece, selezionano le società nelle quali partecipare. Se il fondo passivo dovesse – come si è più sopra affermato – operare un controllo pervasivo circa le scelte compiute dagli *index providers*, non potrebbe mantenere le medesime vantaggiose commissioni.

Sembra infine che si possano condividere – adattandole ai problemi emersi nel mentre – le considerazioni svolte nella *Kay Review* con riferimento al rapporto tra i doveri fiduciari e la *investment chain*⁽¹³⁷⁾. Il progressivo allontanarsi di un agente dal

⁽¹³⁵⁾ G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 301. A meno che, sottolinea P. ROSE, *The Corporate Governance Industry*, in *J. Corp. Law*, 2007, 897, l’investitore istituzionale sia capace e in grado di sviluppare l’analisi a dei costi inferiori, oppure si convinca che una ricerca più costosa gli consenta di ottenere un rendimento maggiore.

⁽¹³⁶⁾ V., in generale, sulle licenze P.G. MAHONEY - A.Z. ROBERTSON, *Advisers by another name*, cit., *passim*.

⁽¹³⁷⁾ Le considerazioni sono state formulate dal gruppo di studio presieduto da J. Kay e promosso dal *Secretary of State for Business, Innovation and Skills* al fine di riformare il mercato dei capitali britannico: J. KAY, *Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*, cit. Cfr., in particolare,

beneficiario finale importa la difficoltà di quell'agente di perseguire l'interesse di un soggetto con il quale incorrono diversi gradi di separazione. Seppure non possa parlarsi strettamente di catena d'investimento rispetto ai consulenti in materia di voto e ai fornitori di indici, si può certamente affermare che aggiungere ad una catena già sufficientemente complessa ulteriori attori (in funzione di agenti) mette in luce la difficoltà a che gli interessi dei beneficiari finali siano effettivamente perseguiti da tutti gli agenti della catena. La riduzione della catena auspicata da Kay porterebbe ogni agente ad avere un rapporto (fiduciario) con il beneficiario finale, limitando – per quanto possibile – gli ostacoli al perseguimento del miglior interesse di quest'ultimo.

il § 7.31, che prescrive che «asset holders have a duty to their savers, which they should manage to fiduciary standards. They will meet these obligations best by establishing relationships with fund managers in whom they have trust and confidence, and reviewing these relationships at intervals of no less than three to five years».

SEZIONE II

L'EVOLUZIONE DEI DOVERI FIDUCIARI DI DILIGENTE GESTIONE IN CONSIDERAZIONE DELL'INVESTIMENTO SOSTENIBILE

6. L'investimento sostenibile e la diligente gestione: premessa e chiarimento metodologico.

Non è possibile esaminare compiutamente il dovere di diligente gestione senza considerare le recenti previsioni normative in materia di investimento sostenibile⁽¹³⁸⁾ che si aggiungono ai già numerosissimi contributi in dottrina⁽¹³⁹⁾. Poiché si è già dato conto dei diversi rapporti istituzionali in materia di investimento sostenibile⁽¹⁴⁰⁾ si richiameranno in questo contesto soltanto gli elementi più significativi. Occorre rilevare fin da subito che l'attenzione dei rapporti commentati nel capitolo che precede era rivolta, con riferimento al *duty of care*, principalmente ad un aspetto dell'investimento, quello del rischio. Poiché la gestione del rischio sostenibile trova ora piena emersione nella normativa europea (diversamente dal dovere di lealtà al quale essa non si dedica), l'analisi che segue verte prevalentemente sul quadro regolatorio attuale.

Oltre che in ragione delle fonti, la questione si distingue da quella concernente la compatibilità dell'investimento sostenibile con il dovere di lealtà perché quest'ultima impone(va) di verificare se e in quale misura il gestore possa perseguire (anche) interessi diversi rispetto a quelli dei propri clienti finali⁽¹⁴¹⁾, mentre in materia di diligente

⁽¹³⁸⁾ Cfr. *ultra* par. 7.

⁽¹³⁹⁾ Cfr. M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 425 ss.; J. YOUNGDAHL, *The basis of fiduciary duty in investment in the US*, cit., 24 ss.; J.G. DITELBERG, *Investing in and for the Future: ESG Investing for Trust Assets Under the Prudent Investor Rule*, in *ACTEC L. J.*, 2021, 23 ss.; A. BRAV - J.B. HEATON, *Brown Assets for the Prudent Investor*, in *Harv. Bus. L. Rev. Online*, 2021-2022, 1 ss.

⁽¹⁴⁰⁾ Cfr. Capitolo Secondo, Sezione II.

⁽¹⁴¹⁾ V., *retro*, Capitolo Secondo, parr. 5 ss.

gestione la sostenibilità non pone questioni di compatibilità. Essa pone, semmai, problemi di natura applicativa.

La sostenibilità, nell'investimento in monte, afferisce ai due momenti essenziali dell'attività: la selezione dell'investimento e il monitoraggio dello stesso ⁽¹⁴²⁾. Rispetto ad entrambi questi momenti vengono in rilievo due problemi dei quali ci si propone di verificare la misura e i limiti.

Il primo concerne la recente integrazione del *rischio* e dei *fattori sostenibili* nella diligente gestione del portafoglio. Sul punto è opportuno chiarire se l'integrazione di questi elementi abbia degli effetti e delle ricadute circa il tipo di investimento sostenibile richiesto dalla normativa. Se, infatti, con riferimento al dovere di lealtà, si era concluso che l'investimento sostenibile fosse perseguibile soltanto in ragione di una preferenza in tal senso del beneficiario finale, risulta necessario esaminare se detta conclusione si confermi anche alla luce dei mutati doveri in punto di diligenza.

Il secondo riguarda, invece, la diversificazione del portafoglio, che concerne prevalentemente il momento genetico dell'investimento, ma anche – pur in minor misura – il momento successivo, di monitoraggio dello stesso. Le teorie sull'efficiente gestione di un portafoglio postulano, da tempo, la diversificazione del rischio e la normativa in materia segue detto principio ⁽¹⁴³⁾. Poiché la selezione di investimenti (soltanto) sostenibili necessariamente restringe il perimetro entro il quale poter scegliere i prodotti nei quali investire, ci si chiede in quale misura sia possibile investire sostenibilmente senza incorrere nell'inosservanza del principio di diversificazione del rischio.

All'analisi di tali problemi è necessario premettere un'indicazione metodologica che delimita l'area dell'indagine.

Uno dei principali ostacoli all'orientamento dei capitali verso un'economia sostenibile è stato considerato ⁽¹⁴⁴⁾ l'ineffabilità del termine sostenibilità: ciò si riverbera

⁽¹⁴²⁾ In questo senso la normativa rilevante, la quale reca che il gestore «applica un grado di diligenza elevato nella *selezione* e nel *monitoraggio* continuativo degli investimenti [enfasi aggiunta; *ndr*]» (cfr. art. 18, Regolamento delegato 231/2013). Così si esprime anche la giurisprudenza e la letteratura nordamericana (v. B.S. SHARFMAN, *The Conflict Between BlackRock's Shareholder Activism and ERISA's Fiduciary Duties*, in *Case Western Reserve L. Rev.*, 2021, 1259, spec. nt. 77 ove riferimenti alla giurisprudenza statunitense).

⁽¹⁴³⁾ V. *ultra*, par. 8.

⁽¹⁴⁴⁾ V., in proposito, COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 4

immediatamente nel contesto del quale ci si occupa. Appartiene, infatti (e in linea generale), all'alveo della diligenza la verifica in ordine alla circostanza che il prodotto sostenibile nel quale si promette di investire sia *effettivamente* tale. Di ciò si è occupato il SFDR e il Regolamento Tassonomia: è dalla denominazione stessa di quest'ultimo che si coglie l'obiettivo di ottenere una sistematica classificazione funzionale all'investimento sostenibile ⁽¹⁴⁵⁾. Nel medesimo senso è l'art. 1 (che ne definisce l'oggetto e l'ambito di applicazione) che postula: «il presente regolamento stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento». In buona sostanza è necessario, ai fini della corretta riuscita di un investimento sostenibile, che i criteri mediante i quali un'attività economica è definita tale siano chiari e armonizzati.

Le regole che presidiano la diligente gestione imporrebbero al gestore di verificare (*ab origine*, prima di selezionarlo ed in seguito, dopo averlo scelto) la rispondenza di un determinato investimento a criteri di sostenibilità. Qualora risultasse doveroso per il gestore investire in prodotti sostenibili (in ragione di quanto richiesto dal beneficiario finale) sarebbe altrettanto doveroso verificare e monitorare la corrispondenza dell'investimento all'oggetto del mandato fiduciario. Il quadro normativo che si è citato ha richiesto, a chi offre un prodotto sostenibile ⁽¹⁴⁶⁾, di rispondere a rigidi criteri prefissati; non sembra pertanto potersi imporre al gestore – restando, per l'effetto, esclusa dal novero dell'ambito del dovere di diligente gestione – la verifica sull'effettiva sostenibilità di una società o di un prodotto. Si darà per scontato, pertanto, nel prosieguo del discorso, che l'investimento selezionato dal gestore sia *effettivamente* sostenibile.

ss., ove si afferma che «[u]no spostamento dei flussi di capitali verso attività economiche più sostenibili deve fondarsi su una comprensione condivisa del senso del termine “sostenibile”. (...) Si tratta di un elemento essenziale per sostenere il flusso di capitale nei settori sostenibili che necessitano di finanziamento».

⁽¹⁴⁵⁾ Recante «[l]’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili». Di questo avviso C.V. GORTSOS, *The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünewald, Switzerland, 2021, 355, secondo il quale «the TR sets out the criteria for determining whether an economic activity qualifies as environmentally sustainable for the purposes of establishing the degree to which an investment is environmentally sustainable as well».

⁽¹⁴⁶⁾ Il Regolamento Tassonomia si applica, infatti, «ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari» (cfr. art. 1, co. 2, lett. b)). L'art. 3 del medesimo regolamento esplicita, poi, quali sono i «criteri di ecosostenibilità delle attività economiche».

7. La sostenibilità nelle scelte di investimento e nel monitoraggio: il rischio sostenibilità e i fattori sostenibili.

I rapporti istituzionali che si sono proposti di porre fine al dibattito in ordine alla compatibilità dei doveri fiduciari con l'investimento sostenibile ⁽¹⁴⁷⁾ hanno arricchito prevalentemente l'alveo dei doveri di diligente gestione, nulla (o quasi) aggiungendo in ordine al dovere di lealtà. Sull'assunto che la diligente selezione dell'investimento (nonché il corretto monitoraggio dello stesso) non possa prescindere dall'attenta considerazione di ogni elemento capace di spiegare effetti sul suo valore, i gestori non possono (in ossequio al principio di diligenza) trascurare l'elemento della sostenibilità ⁽¹⁴⁸⁾.

I rapporti si erano resi necessari – secondo quanto affermato dai promotori degli stessi ⁽¹⁴⁹⁾ – in ragione del fatto che le regole di condotta degli investitori istituzionali erano state definite in un momento storico che presentava caratteristiche socio-economiche ben diverse da quelle emerse in seguito. In attesa dell'intervento del legislatore era proprio la flessibile categoria di dovere fiduciario a doversi adattare e adeguare all'evoluzione in corso. Con riferimento al dovere di diligente gestione il legislatore europeo è intervenuto e – per l'effetto – il contributo dei rapporti ha oggi una

⁽¹⁴⁷⁾ Cfr. UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 9, che si era proposto di «end the debate about whether fiduciary duty is a legitimate barrier to investors integrating environmental, social and governance (ESG) issues into their investment processes». Anche gli altri rapporti istituzionali avevano – pur non affermandolo esplicitamente – il medesimo intento (v., infatti, anche FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit. e UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit.)

⁽¹⁴⁸⁾ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 10 s., ma v. anche il *follow up* UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, cit., 11, ma anche 28 s., dove si afferma che i gestori stipulano con i propri clienti dei *contract for services* piuttosto che un *contract of service*, circostanza che non li rende dei dipendenti dei propri clienti, bensì degli *advisers* che, nella loro rilevante discrezionalità professionale, debbono essere proattivi piuttosto che reattivi. Ciò importa – secondo il rapporto in commento – che i gestori debbono sollevare (proattivamente) qualsiasi elemento che possa materialmente influire sul miglior interesse del proprio beneficiario.

⁽¹⁴⁹⁾ V., il passaggio già citato retro, Capitolo Secondo, nt. 210, di UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, cit., 13, del quale si riporta soltanto che l'evoluzione e la rilevanza dei fattori ESG nell'ambito dei rischi e dei rendimenti «necessarily changes the standards of conduct required of fiduciaries to satisfy their duties under the law».

rilevanza attenuata. Tantopiù in virtù della circostanza secondo la quale l'intervento del legislatore europeo si muove lungo le medesime direttrici che connotano i rapporti, e quindi lungo la duplice direttrice dell'integrazione del rischio sostenibile e degli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

Il Piano di azione per finanziare la crescita sostenibile ha posto, quale obiettivo, la formulazione di una proposta legislativa che chiarisse i doveri degli istituzionali e dei gestori di attivi rispetto all'integrazione della sostenibilità nella loro attività ⁽¹⁵⁰⁾. Come si è visto ⁽¹⁵¹⁾, in ragione di questi obiettivi, è stato emanato il SFDR ⁽¹⁵²⁾. Al di là degli obblighi afferenti alla trasparenza, che non occupano direttamente il piano dell'indagine, il regolamento in esame pone anzitutto l'accento sul *rischio* sostenibile, definendolo come «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento» ⁽¹⁵³⁾.

⁽¹⁵⁰⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 9, pone i seguenti obiettivi: «i) imporre esplicitamente agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di integrare gli aspetti attinenti alla sostenibilità nel loro processo decisionale relativo agli investimenti e ii) aumentare la trasparenza nei confronti degli investitori finali riguardo al modo in cui integrano tali fattori di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento, in particolare per quanto riguarda la loro esposizione ai rischi di sostenibilità».

⁽¹⁵¹⁾ Cfr. *retro*, Capitolo Secondo, Sezione II, par. 4.

⁽¹⁵²⁾ In questo senso D. BUSCH - G. FERRARINI - A. VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünewald, Switzerland, 2021, 41, ove gli Autori affermano che le regole afferenti i doveri fiduciari degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi in ordine alla considerazione dei fattori e dei rischi sostenibili nelle decisioni di investimento «are neither sufficiently clear nor consistent across sectors». Anche per questa ragione, secondo gli Autori, «the SFDR aims to introduce consistency and clarity on how institutional investors, such as asset managers, insurance companies, pension funds (...) should integrate environmental, social and governance (ESG) factors in their investment decision-making process or advisory process».

⁽¹⁵³⁾ Cfr. art. 2, co. 22 SFDR.

La definizione rileva per tutti gli investitori istituzionali e gestori di attivi ⁽¹⁵⁴⁾ nella prestazione diligente del servizio. Per questa ragione, recente normativa delegata ⁽¹⁵⁵⁾, al fine di «garantire la coerenza» ⁽¹⁵⁶⁾ tra il SFDR e la normativa che ha ad oggetto la gestione del rischio e la diligente gestione, ha introdotto veri e propri doveri ⁽¹⁵⁷⁾ rispetto al rischio sostenibile. Il Regolamento delegato 231/2013 è stato emendato tanto nella parte generale riferibile alla «diligenza dovuta» ⁽¹⁵⁸⁾, tanto in quella che reca disposizioni in ordine alla politica di gestione del rischio ⁽¹⁵⁹⁾, con riferimento alla quale è ora richiesto

⁽¹⁵⁴⁾ Le disposizioni della normativa di secondo livello (per la quale v. *infra* nt. 158) si applicano ai gestori indistintamente e a prescindere, pertanto, dalla offerta, da parte dei medesimi, di fondi sostenibili (cfr., su questo specifico punto, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Supervisory briefing – Sustainability risks and disclosures in the area of investment management*, 2022, 13 s., reperibile all'indirizzo www.esma.europa.eu).

⁽¹⁵⁵⁾ Direttiva delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) e al Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto. Il Considerando 3 di entrambi i provvedimenti in esame (che presentano la medesima struttura e disposizioni quasi del tutto sovrapponibili) chiarisce che la valutazione d'impatto della Commissione europea pubblicata nel maggio 2018 (Impact assessment SWD(2018) 264 final) «ha evidenziato la necessità di chiarire che i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA)» e le società di gestione «debbono tenere conto dei fattori di sostenibilità in sede di assolvimento dei loro doveri nei confronti degli investitori». Questi «dovrebbero pertanto valutare non solo tutti i pertinenti rischi finanziari su base continuativa, ma anche tutti i pertinenti rischi di sostenibilità di cui al regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio che, laddove si verificano, potrebbero causare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore di un investimento». Poiché né il regolamento delegato (UE) 231/2013 né la direttiva 2010/43/UE fanno esplicito riferimento ai rischi di sostenibilità si è reso necessario «chiarire che i processi, i sistemi e i controlli interni» dei gestori riflettono i rischi di sostenibilità.

⁽¹⁵⁶⁾ Considerando 4 del regolamento delegato 2021/1255.

⁽¹⁵⁷⁾ Pur non potendosi ammettere che sia il SFDR ad introdurre obblighi, in materia di diligente gestione, rispetto al rischio sostenibile in quanto esso regola la *disclosure* ad esso riferibile, la normativa delegata in esame integra la diligente gestione sotto diversi profili, disponendo dei doveri in capo ai gestori.

⁽¹⁵⁸⁾ L'art. 1, co. 2, del Regolamento delegato 2021/1255 modifica, infatti, l'art. 18 del Regolamento delegato 231/2013 (applicabile ai Gefia), che ora prescrive che il gestore, nel conformarsi agli obblighi di diligente gestione previsti dal Regolamento delegato 231/2013 «tiene conto dei rischi di sostenibilità». Allo stesso modo, la Direttiva delegata 2021/1270 (applicabile ai gestori di Oicvm) modifica, mediante l'art. 1, co. 7, l'art. 23 della Direttiva 2010/43 richiedendo alle società di gestione di tenere conto dei rischi di sostenibilità, nell'adempimento del dovere di diligente gestione. La Direttiva 2010/42 è stata riformata anche nei suoi «Principi generali» di cui al Capo II, Sezione 1, che a partire dall'agosto del 2022, comprendono anche l'art. 5-*bis*, rubricato «Obbligo per le società di investimento di integrare i rischi di sostenibilità nella gestione degli OICVM», a mente del quale: «Gli Stati membri assicurano che le società di investimento integrino i rischi di sostenibilità nella gestione degli OICVM, tenendo conto della natura, delle dimensioni e della complessità dell'attività delle società stesse».

⁽¹⁵⁹⁾ Cfr. l'art. 40, co. 2 del Regolamento delegato 213/2013.

di includere procedure che consentano al gestore di valutare, oltre all'esposizione al rischio di mercato, di liquidità e di controparte, anche il rischio «di sostenibilità» ⁽¹⁶⁰⁾.

Giova notare anzitutto che i gestori avrebbero ben potuto prendere in considerazione il rischio di sostenibilità anche senza l'introduzione della normativa in commento: il disposto dell'art. 40, co. 2, del Regolamento delegato 231/2013 che detta indicazioni circa la politica di gestione del rischio, richiede al gestore di includervi le procedure necessarie per valutare – oltre ai rischi in esso previsti – «qualsiasi altro rischio pertinente». Questa clausola avrebbe certamente consentito al gestore di includere anche il rischio di sostenibilità nelle proprie politiche, qualora fosse stato da esso reputato pertinente.

Tuttavia, poiché il legislatore ha considerato che la sostenibilità sia *sempre* un rischio pertinente, ha inserito obblighi espliciti a riguardo, ed eliminato la discrezionalità del gestore circa la pertinenza o meno di quel rischio: il rischio di sostenibilità è – e deve essere – sempre considerato ⁽¹⁶¹⁾.

Con riferimento al dovere di lealtà, il legislatore non ha imposto al gestore di perseguire interessi *altri* rispetto a quelli del beneficiario finale. L'analisi ha perciò riguardato le condizioni stante le quali sia possibile, per il gestore, prendere in considerazione interessi diversi da quelli del beneficiario finale. Si è concluso che soltanto se vi sia il previo consenso del beneficiario finale è consentito perseguire un investimento sostenibile (in senso stretto) ⁽¹⁶²⁾.

In ragione del fatto che il legislatore europeo ha introdotto alcuni obblighi afferenti alla sostenibilità nell'ambito della diligente gestione, pare utile in questa sede verificare se la loro applicazione comporti il perseguimento, da parte del gestore, di un investimento

⁽¹⁶⁰⁾ La modifica, ad opera dell'art. 1, co. 5 del Regolamento delegato 2021/1255 è assimilabile a quella compiuta dalla Direttiva delegata 2021/1270 che emenda la Direttiva 2010/43, il cui art. 38 (rubricato «politica di gestione dei rischi» ora prevede anche il rischio di sostenibilità.

⁽¹⁶¹⁾ L'azione 7 («chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività») del Piano d'azione (COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit.) anticipa una proposta finalizzata ad «imporre esplicitamente agli investitori istituzionali e ai gestori di attività di integrare gli aspetti attinenti alla sostenibilità nel loro processo decisionale relativo agli investimenti». V., sull'azione 7, D. BUSCH - G. FERRARINI - A. VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, cit., 40 ss.

⁽¹⁶²⁾ V. Capitolo Secondo, par. 6.

sostenibile in senso stretto ⁽¹⁶³⁾. Qualora l'esito della verifica fosse positivo, le conclusioni appena raggiunte rispetto al consenso del beneficiario quale necessaria premessa al perseguimento dell'investimento sostenibile in senso stretto potrebbero essere assorbite dagli obblighi in materia di *duty of care*.

I fattori sostenibili possono essere *considerati e integrati* in misura differente e questo potrebbe importare una qualificazione dell'investimento diversa rispetto al quadro che era emerso nel contesto del dovere di lealtà. Un quadro, in conclusione, nel quale l'investimento sostenibile in senso stretto si era ammesso soltanto tenendo conto delle preferenze del beneficiario finale.

Al fine di qualificare il tipo di investimento che emerge in ragione del quadro normativo si impiegherà il modello già adoperato nell'ambito del dovere di lealtà ⁽¹⁶⁴⁾. Sembra pacifico che, utilizzando detto modello, il tipo di investimento che è richiesto dal legislatore europeo coincide con il «basic ESG», quello cioè che mira a mitigare il rischio ESG senza, tuttavia, ambire a supportare attivamente la transizione verso un'economia più sostenibile ⁽¹⁶⁵⁾. Ai sensi della tassonomia che utilizza detto criterio per distinguere le categorie di investimenti, quelli *basic ESG* non vengono fatti rientrare nella categoria di *sustainable investment* (anche “investimenti sostenibili in senso stretto”). Il modello utilizza, infatti, quale criterio distintivo il livello di ambizione dell'investimento ⁽¹⁶⁶⁾: quanto, cioè, l'investimento mira a sostenere l'economia sostenibile. Se quanto richiesto al gestore dal legislatore europeo è soltanto di definire le proprie procedure per la gestione del rischio in maniera da poter *valutare* l'esposizione al rischio di sostenibilità (oltre che

⁽¹⁶³⁾ Rientrano in questa categoria infatti, solo le categorie: (i) *Advanced ESG*, che non si propone di correggere la strategia di investimento in base al rischio sostenibile, ma mira a cogliere anche le eventuali opportunità offerte dall'investimento ESG; (ii) *Impact aligned investments*, che implementa sia *positive* sia *negative screens* al fine di trattare gli obiettivi sostenibili; ed infine gli (iii) *Impact-generating investments*, che contribuiscono attivamente ad implementare cambiamenti in risposta ai problemi legati alla sostenibilità. Cfr. T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 10 ss.

⁽¹⁶⁴⁾ T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 8.

⁽¹⁶⁵⁾ Questo tipo di investimento si caratterizza per avere «a marginal ambition to actively support the transition towards a more sustainable economy, since evidence for a positive contribution remains speculative. As such, Basic ESG investments are not classified as sustainable investments»: cfr. T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 9.

⁽¹⁶⁶⁾ Sempre cfr. T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, cit., 3.

di mercato, di liquidità e di controparte) ⁽¹⁶⁷⁾, pare chiaro che nulla s'imponga ad esso rispetto all'impatto che il proprio investimento abbia rispetto alla sostenibilità (e quindi, al livello di ambizione dell'investimento).

Si perviene pertanto al medesimo risultato al quale si era giunti con riferimento al dovere di lealtà: secondo l'interpretazione delle norme, l'investimento sostenibile resta percorribile soltanto se vi è il consenso del beneficiario.

Diversa è la questione che riguarda i *fattori* di sostenibilità. Questi sono, secondo la definizione del SFDR ⁽¹⁶⁸⁾ «le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva».

Il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile ⁽¹⁶⁹⁾ nel giustapporre i rischi e i fattori sostenibili, mette in luce la necessità che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi tengano conto di entrambi nelle proprie decisioni di investimento ⁽¹⁷⁰⁾. A questi fini all'art. 18 del Regolamento delegato 231/2013 (che regola la diligenza dovuta dal gestore nella prestazione della sua attività) è stato aggiunto un sesto comma che impone al gestore di tenere conto «degli effetti negativi principali delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, lettera a), o dell'articolo 4, paragrafo 3 o 4, del regolamento (UE) 2019/2088» ⁽¹⁷¹⁾. Alcuni gestori possono («per

⁽¹⁶⁷⁾ Cfr. l'art. 40, co. 2, del Regolamento delegato 231/2013 alla luce delle modifiche del Regolamento delegato 2021/1255.

⁽¹⁶⁸⁾ Cfr. art. 2, co. 24.

⁽¹⁶⁹⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 9 s.

⁽¹⁷⁰⁾ V., infatti, Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., 9, ove per sottolineare l'assenza di un chiaro quadro di riferimento per gli obblighi fiduciari degli investitori istituzionali e i gestori di attivi, il legislatore europeo sottolinea che «una serie di elementi indicano che tuttora gli investitori istituzionali e i gestori di attività non tengono sistematicamente conto dei *fattori* e dei *rischi* di sostenibilità nel processo decisionale relativo agli investimenti [enfasi aggiunta; *ndr*]».

⁽¹⁷¹⁾ Ad opera del Regolamento delegato 2021/1255. Il Regolamento Intermediari è stato coerentemente emendato (con delibera n. 22430 del 28 luglio 2022) e l'articolo 98, co. 1 ora reca: «I gestori applicano l'articolo 18, paragrafi 1, 3, 4, 5 e 6, del regolamento (UE) n. 231/2013».

scelta»), altri debbono («per obbligo») ⁽¹⁷²⁾ prendere in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità ⁽¹⁷³⁾.

Sebbene non vi siano ancora indici chiari sul significato di “prendere in considerazione” ⁽¹⁷⁴⁾, sembra che questa regola spieghi i propri effetti non tanto con riferimento alle scelte di investimento, quanto più (e piuttosto) nell’ambito nel quale questa si ascrive: ancora una volta quello della trasparenza. Si tratta infatti di norme che riguardano la pubblicazione, sul proprio sito *web*, delle politiche di diligenza adottate rispetto agli effetti negativi delle proprie decisioni di investimento. Non sembra siano configurabili obblighi (di *screening* negativo, ad esempio) in capo al gestore quando opera delle scelte in ordine all’investimento. L’unico obbligo che su di esso incombe è quello di adottare procedure adeguate al fine di individuare l’impatto negativo ed essere trasparente tanto rispetto alla politica impiegata, quanto con riferimento agli effetti negativi ⁽¹⁷⁵⁾. Esso deve soltanto prendere in considerazione gli effetti negativi delle

⁽¹⁷²⁾ Cfr. il quarto Considerando del Regolamento delegato 2021/1255.

⁽¹⁷³⁾ Il SFDR pone dei criteri diversi, al c.d. *entity level*, rispetto all’obbligo di prendere in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Ai sensi dell’art. 4, co. 3 e 4, i partecipanti ai mercati finanziari (dei quali fanno parte, ai sensi dell’art. 2, co. 1, lett. g) i Gefia e, ai sensi della lett. i), le società di gestione di Oicvm) che superano determinati criteri dimensionali debbono pubblicare una dichiarazione relativa alle politiche di diligenza dovuta «per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità». Sul punto v., in letteratura, per tutti, D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünewald, Switzerland, 2021, 397 ss., ma spec. 408 ss. sulle *Sustainability Disclosures at Entity Level*.

⁽¹⁷⁴⁾ Pur essendo la locuzione più utilizzata dal legislatore (nonché dalle Istituzioni in occasione dei vari rapporti citati), non è ancora chiaro in cosa si risolva l’azione di *prendere in considerazione* un determinato elemento. In ragione della decisa propensione del legislatore ad attuare una strategia normativa che si fondi principalmente sull’organizzazione di ciascun processo che fa parte dell’attività del gestore, può ipotizzarsi che la “presa in considerazione” di un fatto consista prevalentemente nell’includerlo nelle procedure che rilevano ai fini decisionali.

⁽¹⁷⁵⁾ L’art. 4, co. 1, lett. a) impone infatti ai partecipanti ai mercati finanziari di pubblicare e aggiornare sui propri siti *web* «ove prendano in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti, tenendo debitamente conto delle loro dimensioni, della natura e dell’ampiezza delle loro attività e della tipologia dei prodotti finanziari che rendono disponibili». Il secondo comma chiarisce i contenuti dell’informativa, ampliandone la portata: «[i] partecipanti ai mercati finanziari includono nelle informazioni fornite conformemente al paragrafo 1, lettera a), almeno quanto segue: a) informazioni sulle loro politiche relative all’individuazione e alla prioritizzazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e relativi indicatori; una descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata in relazione a ciò o, se del caso, programmata; c) breve sintesi delle politiche di impegno ai sensi dell’articolo 3 octies della direttiva 2007/36/CE, ove applicabile; d) un

proprie scelte di investimento: nulla gli vieta, pertanto, di realizzare un investimento che abbia risvolti negativi in punto di sostenibilità.

La strategia normativa del legislatore è quella di disincentivare, mediante la trasparenza, il disinteressamento da parte dei gestori circa gli effetti negativi delle proprie decisioni di investimento nonché delle possibili azioni volte a mitigarli. La *disclosure* sugli impatti negativi in termini di sostenibilità importerebbe un arretramento del beneficiario finale in ragione di un asserito biasimo rispetto all'effetto negativo del proprio investimento.

Senza poter prendere (ancora) una posizione sulla potenziale efficacia della strategia normativa, e riportando quindi il discorso sui doveri fiduciari e l'investimento sostenibile, sembra potersi concludere che neppure i riferimenti circa i *fattori* siano in grado di modificare gli obblighi fiduciari, in punto di sostenibilità, dell'investitore istituzionale. In effetti, secondo le regole prospettate, il gestore potrebbe senz'altro convogliare i propri investimenti verso società e prodotti non sostenibili (c.d. *brown*), a patto che sia trasparente sull'impatto di essi e che ne valuti e gestisca il rischio (anche "sostenibilità").

Le conclusioni dell'indagine possono così sintetizzarsi: le prescrizioni circa i *fattori* sostenibili non rilevano ai fini dei doveri di diligenza in senso stretto (insistendo soltanto sul piano degli obblighi di trasparenza); diversamente, gli obblighi inerenti al *rischio* riguardano, più strettamente, la diligente gestione del gestore. In ogni caso, pur constatando che l'integrazione di questo rischio nell'alveo dei rischi dei quali il gestore deve tenere conto modifica, in parte, il diligente processo decisionale del gestore, la detta integrazione non altera il tipo di strategia di investimento richiesta al gestore. L'investimento sostenibile (in senso stretto) resta, infatti, una strategia che il gestore può attuare soltanto se il beneficiario finale a ciò acconsente.

riferimento alla loro osservanza dei codici di condotta d'impresa responsabile e delle norme riconosciute a livello internazionale in materia di dovuta diligenza e reportistica e, se del caso, al grado della loro conformità agli obiettivi previsti dall'accordo di Parigi».

8. Cenni sulla diversificazione del portafoglio.

«La gestione dei capitali raccolti dall'investimento collettivo, nella prospettiva di svolgerne la gestione professionale, al fine di assicurare diversificazione del portafoglio e la gestione dei rischi impliciti nel portafoglio, è da sempre rappresentata come il dato che connota l'essenza del fenomeno della gestione collettiva»; infatti, poiché «il portafoglio di un OICR è, per sua natura, diversificato, l'attività di gestione si connota sia per una scelta di allocazione delle risorse di compendio del patrimonio stesso, sia per la gestione del rischio inerente il portafoglio medesimo»⁽¹⁷⁶⁾. È la stessa nozione di OICR che richiama il principio di diversificazione del rischio⁽¹⁷⁷⁾.

Dei limiti al possesso di partecipazioni sociali dei diversi fondi di investimento si è già detto⁽¹⁷⁸⁾ e basterà qui ricordare che detti limiti esistono in capo ad alcuni soltanto.

La diversificazione è alla base anche della regola del *prudent investor*, mediante la quale si valuta la diligenza impiegata dal gestore nell'ordinamento nordamericano⁽¹⁷⁹⁾.

⁽¹⁷⁶⁾ Così F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio*, cit., 32 s. Lo considera un elemento distintivo del fondo di investimento collettivo B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, cit., 10 ss.

⁽¹⁷⁷⁾ V., infatti, la nozione di Oicvm dell'art. 1, co. 2, lett. a) della Direttiva UCITS: «si intendono per OICVM gli organismi: a) il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari o in altre attività finanziarie liquide (...) e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi, e b) le cui quote sono, su richiesta dei detentori, riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a valere sul patrimonio dei suddetti organismi. È assimilato a tali riacquisti o rimborsi il fatto che un OICVM agisca per impedire che il valore delle sue quote di mercato si allontanino sensibilmente dal valore patrimoniale netto». Seppure la nozione di FIA ai sensi della AIFMD non preveda espressamente il criterio della ripartizione del rischio, quest'ultimo è ai primi applicabile anche in ragione delle Linee Guida ESMA e dalle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia che lo richiamano «quale naturale elemento che contribuisce a qualificare l'attività di gestione collettiva di FIA»: così, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 218, spec. nt. 12. Cfr. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, 2013, reperibili all'indirizzo www.esma.europa.eu; v., altresì il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, Titolo I, Sezione II, ove si riprendono gli orientamenti dell'Esma in materia di Oicr e si definisce la politica d'investimento come ciò che «riguarda gli indirizzi e i limiti seguiti nella scelta delle attività oggetto di investimento. Ferme restando le norme prudenziali in materia di attività di investimento (...), la politica di investimento si basa sul *principio del frazionamento del rischio* [enfasi aggiunta; ndr]».

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. *retro*, Capitolo Primo, Sez. II, par. 3.1.1.

⁽¹⁷⁹⁾ Secondo la quale, infatti, un *trustee* può investire in «any kind of property or type of investment» se diversifica l'investimento. V., circa la diversificazione – come criterio essenziale della *prudent investor rule* (tanto che le è dedicata la Section 3) – il Uniform Prudent Investor Act del 1994 (anche “UPIA”). L'integrazione della diversificazione nella regola del *prudent investor* è ad opera del Restatement (2nd) of Trusts. L'UPIA, Section 3, prescrive che «[a] trustee shall diversify the investments

Proprio con riferimento a questa regola – nella parte in cui essa impone la diversificazione – si è sollevata una questione di compatibilità con l’investimento sostenibile ⁽¹⁸⁰⁾.

Già l’*Uniform Prudent Investor Act* contiene una clausola di apertura secondo la quale il *trustee* può, nel processo d’investimento, considerare la relazione speciale di un bene con lo scopo del *trust* o con il beneficiario ⁽¹⁸¹⁾. Alcuni Stati nordamericani hanno, tuttavia (e comunque), recentemente modificato le loro leggi federali e inserito, nell’ambito della disciplina della prudente gestione dell’investimento, disposizioni specifiche con riguardo all’investimento sostenibile ⁽¹⁸²⁾. È consentito – per espressa

of the trust unless the trustee reasonably determines that, because of special circumstances, the purposes of the trust are better served without diversifying».

Sulla diversificazione e la *prudent investor rule* v., per tutti, J. GORDON, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, cit., 98, secondo il quale «[a] court that accepts portfolio theory is likely to regard diversification as mandatory except upon a showing of special insight by the trustee or some other unusual circumstances. Portfolio theory’s claim is not merely that diversification avoids the risk of loss, but that it increases expected return at the chosen risk level». V., altresì, rispetto alla nascita dell’UPIA in ragione dell’affermarsi della *Modern Portfolio Theory*, J.H. LANGBEIN, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, in *Iowa L. Rev.*, 1996, 641 ss.

⁽¹⁸⁰⁾ V. J.G. DITELBERG, *Investing in and for the Future: ESG Investing for Trust Assets Under the Prudent Investor Rule*, cit., 23 ss., ma spec. 24 ove si chiede «[d]oes the Prudent Investor Rule permit a trustee to invest trust assets in a program of Sustainable Investing?».

⁽¹⁸¹⁾ V., infatti, la Section 2, lett. (c), n. (8) dell’UPIA, che reca: «[a]mong circumstances that a trustee shall consider in investing and managing trust assets are such of the following as are relevant to the trust or its beneficiaries: (...) an asset’s special relationship or special value, if any, to the purposes of the trust or to one or more of the beneficiaries». Questa clausola ha permesso al *trustee* di considerare, nell’ambito delle decisioni d’investimento, i valori e gli obiettivi del beneficiario: «[t]his language has been used to support retaining stock in a family business *despite a lack of diversification*, and to allow trusts to invest in residential properties for a beneficiary to use, or to carry a grantor’s specific investment philosophy [enfasi aggiunta; ndr]» secondo J.G. DITELBERG, *Investing in and for the Future: ESG Investing for Trust Assets Under the Prudent Investor Rule*, cit., 25, per la quale, pertanto, «it is not hard to imagine circumstances under which a grantor’s or beneficiary’s strong feelings about ESG Investing would be appropriate considerations for a prudent trustee under this general language».

⁽¹⁸²⁾ V., ad esempio, la legge federale del Delaware, modificata nel 2018, che prescrive [§ 3302 (a)]: «[w]hen investing, reinvesting, purchasing, acquiring, retaining, selling and managing property for the benefit of another, a fiduciary shall act with the care, skill, prudence and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent person acting in a like capacity and familiar with such matters would use to attain the purposes of the account. In making investment decisions, a fiduciary may consider the general economic conditions, the anticipated tax consequences of the investment and the anticipated duration of the account and the needs of the beneficiaries; when considering the needs of the beneficiaries, the fiduciary may take into account the financial needs of the beneficiaries *as well as the beneficiaries’ personal values, including the beneficiaries’ desire to engage in sustainable investing strategies* that align with the beneficiaries’ social, environmental, governance or other values or beliefs of the beneficiaries [enfasi aggiunta; ndr]». Ma v., anche, nel medesimo senso, le leggi federali della Georgia, New Hampshire, Oregon e Illinois e, per l’analisi delle leggi federali, J.G. DITELBERG, *Investing in and for the Future: ESG Investing for Trust Assets Under the Prudent Investor Rule*, cit., 25 ss.

previsione legislativa –, nella selezione di quanto compone il portafoglio di investimento, tenere conto delle preferenze del beneficiario. Ne consegue, secondo la legislazione di alcuni Stati nordamericani, che le preferenze personali e i valori del beneficiario finale possono avere un impatto anche sul dovere di diligente gestione: in quel dovere, cioè, che (tra l'altro) presidia la composizione del portafoglio secondo il principio della diversificazione.

Si tratta di una prospettiva contigua e, per certi versi, assimilabile a quella analizzata rispetto al *duty of loyalty*. Le prescrizioni delineate da quest'ultimo hanno portato alla luce la tensione tra il dovere di promuovere l'interesse *unico* del beneficiario e la possibilità di perseguire *anche* interessi estranei al beneficiario e ad esso riconducibili soltanto indirettamente: alla sfera, cioè, delle preferenze e dei valori di questo. La tensione è stata interpretativamente risolta ⁽¹⁸³⁾ nel senso di ammettere la presa in considerazione di interessi terzi soltanto qualora vi sia un'esplicita indicazione del beneficiario in tal senso. Si è anzi detto che, in presenza di questa, è doveroso per il gestore perseguire *anche* interessi terzi. Tanto si è ammesso, però, nella consapevolezza che la prestazione del servizio di gestione collettiva si compone non soltanto del dovere di lealtà bensì pure di quello di diligente gestione. Al gestore è permesso considerare gli interessi individuati dal regolamento del fondo, fermo restando che la costruzione del portafoglio sia comunque e in ogni caso conforme ai principi di diligente gestione. Non è un caso, infatti, che le leggi federali rimettano integralmente al gestore la scelta in ordine alla selezione, nella prudente gestione dell'investimento, degli interessi da considerare ⁽¹⁸⁴⁾.

Assunto che il legislatore europeo non ha direttamente indirizzato la questione (anche se dal silenzio sul punto potrebbe desumersi un'indicazione), pare utile domandarsi fino a che punto i principi della diligente gestione e, in particolare, la diversificazione, possano derogarsi in ragione delle preferenze e volontà del beneficiario.

Il problema si pone in termini di costi di diversificazione: ad una strategia sostenibile conseguono tanto il restringimento delle possibili scelte in ordine alla

⁽¹⁸³⁾ Cfr. *retro*, Capitolo Secondo, par. 6.

⁽¹⁸⁴⁾ Letteralmente il dovere (*shall*) è di agire con diligenza e cura, mentre è rimessa alla discrezionalità del gestore (*may*) la possibilità di considerare i bisogni dei beneficiari (tra i quali sono ricompresi i valori personali); cfr. *supra* nt. 182.

composizione del portafoglio, quanto il possibile rischio di sovrastima di determinati *asset* ⁽¹⁸⁵⁾.

Per questa ragione è stato affermato che il disinvestimento di *brown assets*, in questo momento storico, sarebbe contrario alla diligente gestione in ragione del non celere progresso della transizione ecologica nonché in ragione delle evidenze scientifiche che non dimostrano, allo stato, sufficienti vantaggi finanziari derivanti dal disinvestimento dei primi. Se è vero, per un verso, che è ammesso accogliere le istanze e perseguire *anche* le preferenze dei beneficiari finali, gli interessi non-finanziari di questi ultimi non sono perseguibili «whatever the financial consequences» ⁽¹⁸⁶⁾.

Nonostante vi sia, nel rapporto fiduciario tra l'investitore istituzionale e i propri beneficiari finali, un margine di scelta (per adesione) del beneficiario finale ⁽¹⁸⁷⁾, non può

⁽¹⁸⁵⁾ Cfr. M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, cit., 442, che sollevano il problema del *risk adjustment* quando il campo delle scelte d'investimento si restringe: «[s]tock picking tends to incur diversification costs, because by definition such a strategy involves a portfolio narrower than the market as a whole, and it may involve overweighting certain issues, asset classes, or industries. A diversification sacrifice is especially likely if entire industries are avoided, such as fossil fuels or tobacco, or if other volatile industries are overweighted, such as technology».

Sul rischio di *overweighting* alcuni settori, v. L. BECCHETTI - R. CICIRETTI - A. DALÒ - S. HERZEL, *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, in *Applied Economics*, 2015, 2541 ss., i quali attestano che i fondi di *socially responsible investment* avevano ottenuto *performances* superiori rispetto agli altri (non-SRI) fondi durante la crisi finanziaria del 2008, ma non nel 2001, in corrispondenza della crisi *dot-com*, in ragione del fatto che avevano sovrastimato il settore tecnologico.

⁽¹⁸⁶⁾ La teoria è di A. BRAV - J.B. HEATON, *Brown Assets for the Prudent Investor*, cit., *passim*, ma spec. 18 ss. Gli autori affermano, sulla base dei doveri fiduciari di prudenza che gravano sugli investitori istituzionali, che non sarebbe adempiente una strategia che non investisse del tutto in *brown assets*. La prevalenza dei *non-financial interests* dei beneficiari deve essere rigettata «mostly because it is not the law, and ours is a cautionary message to institutional investors about the real-world consequences of avoiding brown assets». Aggiungono che «while we have no objection to the theoretical exercise of considering what shareholder welfare maximization might involve if that were the rule of investment corporate law – though it certainly is not – the problem with such theories is that they may encourage investment fiduciaries to believe that they can identify what shareholders want, other than money. They cannot».

V. anche la recente risposta di BlackRock alle richieste dello UK's Environmental Audit Committee: «BlackRock's role in the transition is as a fiduciary to our clients – it is not to engineer a specific decarbonisation outcome in the real economy»; pertanto, nè BlackRock nè Vanguard (che pure ha risposto in maniera analoga) rinunceranno ad investire in combustibili fossili (cfr. K. BRYAN - B. MASTERS, *BlackRock and Vanguard tell UK inquiry they will not quit fossil fuel investments*, in *Financial Times*, 18 ottobre 2022, reperibile all'indirizzo www.ft.com).

⁽¹⁸⁷⁾ Il regolamento di gestione del fondo è, a tutti gli effetti, il contratto che regola i rapporti tra il partecipante al fondo e il gestore dello stesso. Il quadro normativo che ne disciplina le funzioni chiarisce che questo non assolve al ruolo di derogare (mediante un processo di integrazione) la disciplina di rango primario in materia di doveri. Ai sensi dell'art. 37 T.u.f., sono definite le caratteristiche del fondo, il suo funzionamento, il gestore e il depositario (nonché la ripartizione dei compiti tra questi soggetti). Così

ammetersi che il regolamento del fondo possa derogare alle regole – di natura semi-pubblicistica⁽¹⁸⁸⁾ – che presidiano il beneficiario finale quando esso accede al servizio di gestione collettiva del risparmio.

Se ne deve necessariamente concludere che esistono delle regole, quali la diversificazione, la gestione del rischio, che non possono essere disattese dal gestore: queste infatti assolvono la funzione di presidiare l'attività (e le modalità con le quali essa si svolge).

Anche gli investimenti qualificabili come *impact-aligned* o *impact-generating* debbono, secondo l'indicazione dell'Esma, mirare a generare impatti positivi ambientali «alongside a financial return»⁽¹⁸⁹⁾. Ciò non significa che il gestore, nell'operare diligentemente, sia obbligato ad un certo risultato. È obbligato, però, ad operare diligentemente secondo le linee definite dalla disciplina rilevante; non può perciò disattendere, in ragione dei valori del beneficiario, alcuni principi, come quello della gestione prudente del rischio e della diversificazione. Queste ultime regole mirano, infatti, a consentire che il fiduciario ponga in essere una gestione che ottenga i «financial return[s]» commisurati al rischio cui si espone.

neppure il decreto attuativo del ministero dell'Economia e delle Finanze che prescrive le regole strutturali del regolamento né la disciplina della Banca d'Italia che fornisce elementi di dettaglio. Sul regolamento del fondo, v. V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 309 ss., la quale passa in rassegna quali sono gli elementi che definisce «personalizzabili» del rapporto tra gestore e partecipante al fondo. Non può pertanto utilizzarsi l'argomento per il quale, in ragione del fatto che il rapporto fiduciario ha natura contrattuale, l'investimento sostenibile è perseguibile con il solo limite delle disposizioni convenzionalmente adottate dalle parti hanno (ricostruisce il *fiduciary duty* in termini contrattuali – dei quali F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, cit., 432 ss. – in rapporto all'investimento sostenibile W. SANDERS, *Resolving the Conflict between Fiduciary Duties and Socially Responsible Investing*, in *Pace L. Rev.*, 2014, 535 ss.).

⁽¹⁸⁸⁾ Sul punto, v. *retro*, Capitolo Primo, nt. 118 e G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, cit., 372, il quale propende per una lettura delle norme a tutela dei mercati – tra le quali rientrano anche quelle che regolano la gestione collettiva del risparmio – in senso pubblicistico, in quanto volte, primariamente, alla tutela di interessi quale la stabilità dei mercati.

⁽¹⁸⁹⁾ Cfr. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Supervisory briefing – Sustainability risks and disclosures in the area of investment management*, cit., 9 s., ove si afferma che: «[t]he use of the word “impact” or “impact investing” or any other impact-related term should be used only by funds whose investments are made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return».

BIBLIOGRAFIA

AUTORI CITATI

N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto delle società di capitali*, Milano, 1998.

G.A. AKERLOF - R.J. SHILLER, *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*, Princeton, 2009.

G. ALPA, *Commento sub art. 21*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Padova, 1998, 212 ss.

G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca borsa*, 1998, I, 372 ss.

G. ALPA - P. GAGGERO, *Commento sub art. 17*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, 119 ss.

S. ALVARO - F. ANNUNZIATA, *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, Quaderno giuridico Consob n. 17/2018, reperibile sul sito internet dell'Autorità.

S. ALVARO - M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, Quaderno giuridico Consob n. 19/2019, reperibile sul sito internet dell'Autorità.

I. ANABTAWI - L. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, in *Stan. L. Rev.*, 2008, 1255 ss.

C. ANGELICI, *Società per azioni*, in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 977 ss.

C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*², Padova, 2014.

C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012.

F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini - P. Marchetti, Roma, 1998, 103 ss.

F. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, I, Padova, 2005, 269 ss.

F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017.

F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2021.

I.R. APPEL - T.A. GORMLEY - D.B. KEIM, *Passive Investors, Not Passive Owners*, in *J. Fin. Econ.*, 2016, 111 ss.

L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, 2018.

V. AZEVEDO - C. KASERER - L.M.S. CAMPOS, *Investor sentiment and the time-varying sustainability premium*, in *J. Asset Management*, 2021, 600 ss.

R. BAHAR - L. THÉVENOZ, *Conflict of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market*, in in *Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets*, a cura di L. Thévenoz - R. Bahar, Alphen aan den Rijn, 2007, 1 ss.

S.M. BAINBRIDGE, *Responses, Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in *Harvard L. Rev.*, 2006, 1735 ss.

G. BALP, *Regulating Proxy Advisors through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, in *ECFR*, 2017, 1 ss.

G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017.

G. BALP, *Commento sub art. 124-octies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Milano, 2020, 967 ss.

B.M. BARBER - A. MORSE - A. YASUDA, *Impact Investing*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 26582/2020, reperibile in www.nber.org.

R.M. BARKER - I.H.-Y. CHIU, *Investment Management, Stewardship and Corporate Governance Roles*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou - D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 529 ss.

L.A. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia L. Rev.*, 2007, 675 ss.

L.A. BEBCHUCK, *The Myth that Insulating Board Serves Long-Term Value*, in *Columbia L. Rev.*, 2013, 1638 ss.

L. BEBCHUCK - A. COHEN - A. FERRELL, *What Matters in Corporate Governance?*, in *Rev. Fin. Studies*, 2009, 783 ss.

L.A. BEBCHUCK - A. COHEN - S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *J. of Ec. Perspectives*, 2017, 89 ss.

L. BEBCHUCK - S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, in *Columbia L. Rev.*, 2019, 2029 ss.

L. BEBCHUCK - S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in *Boston U. L. Rev.*, 2019, 721 ss.
L.A. BEBCHUCK - K. KASTIEL - R. TALLARITA, *Does enlightened shareholder value add value?*, 2021, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

L.A. BEBCHUCK - S. HIRST, *Big Three Power, and Why it Matters*, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 8/2022, reperibile su www.ssrn.com.

L.A. BEBCHUCK - R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, reperibile su www.ssrn.com.

L. BECCHETTI - R. CICIRETTI - A. DALÒ - S. HERZEL, *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*, in *Applied Economics*, 2015, 2541 ss.

M. BELCREDI - S. BOZZI - A. CIAVARELLA - V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement – Evidence from Italian say-on-pay*, Quaderno di finanza Consob n.81/2015, reperibile all'indirizzo *internet* dell'Autorità.

M. BIANCHI - M.C. CORRADI - L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *BIS*, 2002, 397 ss.

H. BIOY - J. GARCIA-ZARATE - A. BRYAN, *Passive Fund Providers and Investment Stewardship*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 21 dicembre 2017, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu.

H.S. BIRKMOSE, *From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in a Sustainable Direction?*, in *Intereulaweast*, 2018, 69 ss.

H.S. BIRKMOSE, *Article 3G: Engagement Policy*, in *The Shareholder Rights Directive II – A Commentary*, a cura di H.S. Birkmose - K. Sergakis, Cheltenham, 2021, 143 ss.

H.S. BIRKMOSE - F. MÖSLEIN, *Mapping Shareholders' Duties*, in *Shareholders' Duties*, a cura di H.S. Birkmose, Netherlands, 2017, 1 ss.

B.S. BLACK, *Agents watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA L. Rev.*, 1992, 811 ss.

B.S. BLACK - J.C. COFFEE jr, *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under limited regulation*, in *Michigan L. Rev.*, 1994, 1997 ss.

B. BLACK - A. GLEDSON DE CARVALHO - V. KHANNA - W. KIM - B. YURTOGLU, *Corporate governance indices and construct validity*, in *Corp. Govern. Int. Rev.*, 2015, 397 ss.

M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2001, 1735 ss.

A.-C. BLANK, *The South African Divestment Debate: Factoring Political Risk into the Prudent Investor Rule*, in *U. Cincinnati L. Rev.*, 1986, 201 ss.

P. BOLTON - M. KACPERCZYK, *Do Investors Care about Carbon Risk?*, 2019, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

M. BONACCHI - A. KLEIN - S. LONGO - G. STRAMPELLI, *The Effects of Credible Voluntary Disclosures: Institutional Investor Engagement and Investees' ESG Performances*, ECGI Working Paper no. 622/2022, reperibile sul sito *internet* dell'Istituto.

K.M. BOND, *To Stay or to Leave: The Moral Dilemma of Divestment of South African Assets*, in *J. of Bus. Ethics*, 1988, 9 ss.

F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma della società per azioni*, Milano, 2004.

F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 457 ss.

H. BOSSON, *Shorting the Devil*, in *Cornell Bus. Rev.*, 2016, 5 ss.

L. BRANDEIS, *Other People's Money and How the Bankers Use it*, New York, 1914.

W.W. BRATTON - M.L. WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2010, 653 ss.

A. BRAV - J.B. HEATON, *Brown Assets for the Prudent Investor*, in *Harv. Bus. L. Rev. Online*, 2021-2022, 1 ss.

A. BRAV - W. JIANG - H. KIM, *Recent Advances in Research on Hedge Fund Activism: Value Creation and Identification*, in *Annual Rev. Fin. Ec.*, 2015, 579 ss.

D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünewald, Switzerland, 2021, 397 ss.

D. BUSCH - G. FERRARINI - A. VAN DEN HURK, *The European Commission's Sustainable Finance Action Plan and Other International Initiatives*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünewald, Switzerland, 2021, 19 ss.

T. BUSCH - V. VAN HOORN - M. STAPELFELDT - E. PRUESSNER, *White Paper – Classification Scheme for Sustainable Investments*, 2022, 5, reperibile all'indirizzo www.eurosif.org.

V. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 867 ss.

V. CALANDRA BUONAURA - F. DENOZZA - M. LIBERTINI - G. MAUGERI - R. SACCHI - U. TOMBARI, in *Lo Statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, in *Rivista ODC*, 2019, 589 ss.

M. CAPPABIANCA, *La regolamentazione prudenziale degli organismi di investimento collettivo del risparmio*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 455 ss.

S. CARBONARA - S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 233 ss.

F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, in *Il diritto della Borsa nella prospettiva degli anni Novanta*, a cura di G. Minervini, Napoli, 1993, 206 ss.

L. CARIOTA-FERRARA, *I negozi fiduciari*, Padova, 1933.

W.L. CARY - M.A. EISENBERG, *Cases and Materials*⁵, Mineola – N.Y, 1980.

C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova la legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, 1993, I, 300 ss.

M. CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e Sicav*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. Rescigno, 16, Torino, 2008, 3 ss.

B.R. CHEFFINS - J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, University of Cambridge Legal Studies Research Paper Series no. 38, 2011.

I.H.-Y. CHIU - D. KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in *Shareholders' Duties*, a cura di H.S. Birkmose, Netherlands, 2017, 131 ss.

I.H.-Y. CHIU - D. KATELOUZOU, *Making a Case for Regulating Institutional Shareholders' Corporate Governance Roles*, in *J. Bus. L.*, 2018, 67 ss.

S. CHOI - J. FISCH - M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality*, in *Emory L. J.*, 2010, 869 ss.

M. CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca borsa*, 1994, I, 23 ss.

S.A. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, 133 ss.

N. CIOCCA, *I consulenti di voto, negli Stati Uniti (possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Rivista ODC*, 2016.

G.L. CLARK - A. FEINER - M. VIEHS, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability can drive Financial Outperformance*, 2015, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com

R.C. CLARK, *The four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises*, in *Harvard L. Rev.*, 1981, 561 ss.

R.C. CLARK, *Agency Costs versus Fiduciary Duties*, in *Principals and Agents; the Structure of Business*, a cura di J.W. Pratt - R.J. Zeckhauser, Boston, 1985, 55 ss.

C. CLEMENTE - L. LA ROCCA, *Commento sub art. 53*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*⁴, diretto da F. Capriglione, con la collaborazione di M. Pellegrini - M. Sepe - V. Troiano, Milano, 2018, 603 ss.

J.C. COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 1001/2019, reperibile all'indirizzo www.law.harvard.edu.

J.C. COFFEE jr, *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, in *Col. L. Rev.*, 1991, 1277 ss.

J.C. COFFEE jr, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, in *Columbia Bus. L. Rev.*, 2021, 602 ss.

V. COLANTUONI, *La commercializzazione di quote o azioni di Fia*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 601 ss.

- M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, in *Washington L. Rev.*, 2020, 1 ss.
- R. COOTER - B.J. FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: its Economic Character and Legal Consequences*, in *N. Y. U. L. Rev.*, 1991, 1045 ss.
- M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1253 ss.
- R. COSTI, *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in *Banca borsa*, 1984, I, 273 ss.
- R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss.
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2018.
- C.J. COWTON, *Socially Responsible Investing*, in *The Cambridge Handbook of Psychology and Economic Behaviour*, a cura di A. Lewis, Cambridge, 2018, 285 ss.
- Q. CURTIS, *Conflicts of Interest in Investment Advice: An Expanded View*, in *Fiduciary Obligations in Business*, a cura di A.B. Laby - J.H. Russell, Cambridge, 2021, 113 ss.
- A. DASGUPTA - V. FOS - Z. SAUTNER, *Institutional Investors and Corporate Governance*, ECGI Working Paper no. 700/2020, disponibile sul sito *internet* dell'Istituto.
- A. DE LA CRUZ - A. MEDINA - Y. TANG, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series, 2019, reperibile all'indirizzo www.oecd.org.
- R. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 2010, 1335 ss.
- F. DENOZZA, *Law and Power in a World with No Transaction Costs: An Essay on the Legitimizing Function of the Coasian Narrative*, 2009, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, in *Rivista ODC*, 2015.

G. DIURNI, *Variazioni sul tema fides e fiducia nella storia giuridica*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 3 ss.

P.F. DRUCKER, *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, New York, 1976.

A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 1782 ss.

L.L. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *J. Corp. L.*, 2011, 265 ss.

P.D. FINN, *Fiduciary Obligations*, Sidney, 1977.

P.J. DALLEY, *The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties*, in *Hofstra L. Rev.*, 2004, 175 ss.

A. DALMARTELLO, *Prospettive dell'affidamento fiduciario nei servizi di investimento: i rimedi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 383 ss.

P. DE BIASI, *Sulla configurabilità dell'attività di direzione e coordinamento da parte di una SGR per conto del fondo chiuso gestito*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2019, 213 ss.

A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019.

J.G. DITELBERG, *Investing in and for the Future: ESG Investing for Trust Assets Under the Prudent Investor Rule*, in *ACTEC L. J.*, 2021, 23 ss.

F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in *J. L. & Econ.*, 1983, 395 ss.

F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991.

F. H. EASTERBROOK - D. R. FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, in *J. L. & Econ.*, 1993, 425 ss.

N.S. ECCLES, *UN Principles for Responsible Investment Signatories and the Anti-Apartheid SRI Movement: A Thought Experiment*, in *J. of B. Ethics*, 2010, 415 ss.

R.G. ECCLES - I. IOANNOU - G. SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, 2014, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

R. ECCLES - S. RAJGOPAL - J. XIE, *Does ESG negative screening work?*, 2022, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

T. ECKETT, *Index Funds Rarely Challenge Management in Shareholder Votes*, in *ETF Stream*, 10 ottobre 2019, reperibile all'indirizzo www.etfstream.com.

A. EDMANS - D. LEVIT - I. SCHNEEMEIER, *Socially Responsible Divestment*, ECGI Finance Working Paper n. 823/2022, reperibile sul sito [internet dell'Istituto](http://internet.dell'Istituto).

E. ELHAUGE, *Horizontal Shareholding*, in *Harvard L. Rev.*, 2016, 1267 ss.

R.M. ENNIS - R.L. PARKHILL, *South African Divestment: Social Responsibility or Fiduciary Folly?*, in *Fin. Analysts J.*, 1986, 30 ss.

L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEO's Statement: Same Old, Same Old*, in *Oxford Business Law Blog*, 12 settembre 2019, reperibile su www.law.ox.ac.uk.

L. ENRIQUES, *La banca depositaria*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni, n. 23, Roma, 2000, 171 ss.

L. ENRIQUES - A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behavior: A Network Theory Perspective*, in *U. Illinois L. Rev.*, 2019, 223 ss.

L. ENRIQUES - A. ROMANO, *Rewiring Corporate Law for an Interconnected World*, in *Arizona L. Rev.*, 2022, 51 ss.

L. ENRIQUES - F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, Bologna, 1998.

M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in *ECFR*, 2013, 328 ss.

M. EREDE - G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.

L.M. FAIRFAX, *Just Say Yes? The Fiduciary Duty Implications of Directorial Acquiescence*, in *Iowa L. Rev.*, 2021, 1315 ss.

G. FERRARINI, *Understanding the Role of Corporate Governance in Financial Institutions: A Research Agenda*, ECGI Law Working Paper no. 347/2017, disponibile sul sito internet dell'Istituto.

G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25 ss.

P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 44 ss.

P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 191 ss.

J. FICHTNER - E.M. HEEMSKERK - J. GARCIA-BERNARDO, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, in *Bus. and Politics*, 2017, 298 ss.

J. FISCH, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou - D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 454 ss.

J. FISCH - A. HAMDANI - S. DAVIDOFF SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2019, 17 ss.

J.F. FOWLER, *American Investment Trust*, New York, 1928.

T. FRANKEL, *Fiduciary law*, in *Cal. L. Rev.*, 1983, 795 ss.

T. FRANKEL, *Regulation and Investors' Trust in the Securities Market*, in *Brook. L. Rev.*, 2002, 439 ss.

T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, Fathom, 2008.

T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, Oxford, 2011.

T. FRANKEL, *Fiduciary Law in the Twenty-First Century*, in *Boston University Law Rev.*, 2011, 1289 ss.

T. FRANKEL, *Fiduciary Relationships in the Common Law*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 145 ss.

T. FRANKEL, *Watering Down Fiduciary Duties*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 242 ss.

T. FRANKEL, *Transnational Fiduciary Law*, in *Irvine J. Int'l Transnat'l & Comp. L.*, 2020, 15 ss.

G. FRATI, *Conflitto d'interessi. Profili evolutivi*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 493 ss.

J. GALLOWAY, *Policy Insights: Say on Climate*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2022, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu.

A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987.

A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli - V. Buonocore - F. Corsi - R. Costi - P. Ferro-Luzzi - A. Gambino - P.G. Jaeger - A. Patroni Griffi, Milano, 1998, 136 ss.

C. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1989, 151 ss.

M. GARGANTINI, *Trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 161 ss.

S.N. GARY, *Values and Value: University Endowments, Fiduciary Duties, and ESG Investing*, in *J. College and University L.*, 2016, 247 ss.

M. GELTER - G. HELLERINGER, *Fiduciary Principles in European Civil Law Systems*, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, a cura di E. J. Criddle - P.B. Miller - R.H. Sitkoff, 2019, 583 ss.

F. GHEZZI, *La "corporate governance" nell'Unione Europea: un'indagine della Commissione*, in *Riv. soc.*, 2011, 1197 ss.

S.L. GILLAN - L.T. STARKS, *A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence*, in *Cont. Fin. D.*, 1998, 1 ss.

S.L. GILLAN - L.T. STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *J. of Applied Corp. Fin.*, 2007, 55 ss.

R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Col. L. Rev.*, 2013, 863 ss.

R.J. GILSON - R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stan. L. Rev.*, 1991, 863 ss.

E. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in S.p.A.*, Torino, 2012.

E. GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. Fiducia “romanistica”, “germanistica”, “anglosassone”*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, Milano, 2012, 107 ss.

E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari, in Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, a cura di E. Ginevra, Torino, 2019, 99 ss.

P. GIUDICI, *Società di gestione del risparmio*, in *Enc. Dir.*, IV, 2011, 1097 ss.

A.S. GOLD, *The Loyalties of Fiduciary Law*, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, a cura di E. J. Criddle - P.B. Miller - R.H. Sitkoff, 2019, 385 ss.

J.N. GORDON, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1987, 52 ss.

J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, in *J. of Corporation L.*, 2022, 627 ss.

C.V. GORTSOS, *The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union*, in *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, a cura di D. Busch - G. Ferrarini - S. Grünwald, Switzerland, 2021, 351 ss.

T. GOSLING - I. MACNEIL, *Can investors save the planet? – NZAMI and Fiduciary Duty*, 2022, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

C. GRASSETTI, *Del negozio fiduciario e della sua ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 345 ss.

C. GRASSETTI, *Trust anglosassone, proprietà fiduciaria e negozio fiduciario*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, I, 548 ss.

M. GRAZIADEI, *Fiduciary Law in Civil Law and Common Law Jurisdictions*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 287 ss.

D.J.H. GREENWOOD, *Fictional Shareholders: for Whom Are the Corporate Managers Trustees, Revisited*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1996, 1021 ss.

S.J. GRIFFITH, *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, in *Texas L. Rev.*, 2020, 983 ss.

F. GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporto di gestione (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1988, 685 ss.

F. GUERRERA, *Gestione di fatto e funzione amministrativa nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 131 ss.

F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.

G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, II, Torino, 2014, 1043 ss.

J.P. HAWLEY - A.T. WILLIAMS, *The Emergence of Universal Owners: Some Implications of Institutional Equity Ownership*, in *Challenge*, 2000, 43 ss.

J. HAWLEY - A. WILLIAMS, *The rise of fiduciary capitalism: How Institutional Investors can make corporate America more democratic*, Philadelphia, 2000.

D. HEATH - D. MACCHIOCCHI - R. MICHAELY - M.C. RINGGENBERG, *Do Index Funds Monitor?*, in *The Rev. Fin. Studies*, 2022, 91 ss.

S. HIRST - K. KASTIEL, *Corporate Governance by Index Exclusion*, in *Boston University L. Rev.*, 2019, 1229 ss.

S. HIRST - K. KASTIEL - T. KRICHELI-KATZ, *How Much Do Investors Care about Social Responsibility?*, 2022, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

K.J. HOPT, *Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di G. Ferrarini - K.J. Hopt - J. Winter - E. Wymeersch, Oxford, 2004, 51 ss.

S. HSHIEH - J. LI - Y. TANG, *How do passive funds act as active owners? Evidence from mutual fund voting records*, in *J. of Corp. Fin.*, 2021, 1 ss.

P. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003.

E.R. IANNACCONE, *Il processo di investimento degli Oicr e le regole di condotta*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 475 ss.

M.G. IOCCA, *Commento sub art. 40*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 450 ss.

M.G. IOCCA, *Commento sub art. 35-decies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Milano, 2020, 252 ss.

N. IRTI, *Leggi speciali (Dal monosistema al polisistema)*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, I, 141 ss.

N. IRTI, *L'età della decodificazione*⁴, Milano, 1999.

S. ISSACHAROFF, *Legal Responses to Conflicts of Interest*, in *Conflicts of Interest: Challenges and Solutions in Business, Law, Medicine and Public Policy*, a cura di D.A. Moore - D.M. Cain - G. Loewenstein - M.H. Bazerman, Cambridge, 2005, 191 ss.

P.G. JAEGER, *La separazione del patrimonio fiduciario nel fallimento*, Milano, 1968.

P.G. JAEGER, *Il voto "divergente" nella società per azioni*, Milano, 1976.

P.G. JAEGER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 181 ss.

P.G. JAEGER, *Il voto divergente*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, III, Torino, 1994, 461 ss.

M.C. JENSEN, *Eclipse of the Public Corporation*, in *Harv. Bus. Rev.*, 1989, 61 ss.

C. JOLY, *The Greening of Financial Markets*, in *Finance for Sustainable Development*, New York, 2002, 287 ss.

M. KAHAN - E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *U. Penn. L. Rev.*, 2007, 1021 ss.

R.S. KARMEL, *Should a Duty to the Corporation be Imposed on Institutional Shareholders?*, in *Bus. Law*. 2004, 1 ss.

K. KASTIEL, *Against all Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, in *Col. Bus. Law. Rev.*, 2016, 60 ss.

D. KATELOUZOU - D.W. PUCHNIAK, *Global Shareholder Stewardship – Complexities, Challenges and Possibilities*, in *Global Shareholder Stewardship*, a cura di D. Katelouzou - D.W. Puchniak, Cambridge, 2022, 3 ss.

D. KATELOUZOU - K. SERGAKIS, *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2021, 203 ss.

J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, 1936.

P.D. KINDER, *New Fiduciary Duties in a Changing Social Environment*, in *J. of Investing*, 2005, 24 ss.

U. KLEBECK, *Interplay between the AIFMD and the UCITSD*, in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, a cura di D. Zetzsche, Netherlands, 2012, 77 ss.

A. KLEIN - E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in *J. Fin.*, 2009, 187 ss.

P. KRÜGER, *Corporate goodness and shareholder wealth*, in *J. of Fin. Ec.*, 2015, 304 ss.

J.H. LANGBEIN, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, in *Iowa L. Rev.*, 1996, 641 ss.

J.H. LANGBEIN, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, in *Yale L. J.*, 2005, 929 ss.

J.H. LANGBEIN - R.A. POSNER, *Social Investing and the Law of Trusts*, in *Michigan L. Rev.*, 1980, 72 ss.

D.C. LANGEVOORT, *Brokers as Fiduciaries*, 71 *U. Pitt. L. Rev.*, 2010, 439 ss.

G. LEGGIERI, *Commento sub art. 40*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini - G. Gasparri, Torino, 2012, 612.

V. LEMMA, *I fondi immobiliari tra investimento e gestione*, Bari, 2006.

A. LENER, *Commento sub art. 4 della legge n. 77 del 1983*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, 420 ss.

A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V, 177 ss.

R. LENER, *La SGR come socio*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni, n. 23, Roma, 2000, 277 ss.

R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 351 ss.

R. LENER - C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 383 ss.

R. LENER - C. PETRONZIO, *Le SGR, le SICAV e le SICAF*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 622 ss.

G. LIACE, *L'investitore irrazionale*, in *Banca borsa*, 2020, I, 966 ss.

G. LIACE, *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 140 ss.

B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959.

N. LINCiano - E. CAFIERO - A. CIAVARELLA - G. DI STEFANO - E. LEVANTINI - G. MOLLO - S. NOCELLA - R. SANTAMARIA - M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, Quaderno Consob di finanza sostenibile n. 1/2020, reperibile sul sito *internet* dell'Autorità.

N. LIPARI, *Il negozio fiduciario*, 1964, Milano.

A.M. LIPTON, *Family Loyalty: Mutual Fund Voting and Fiduciary Obligation*, in *Tennessee J. of Bus. L.*, 2017, 175 ss.

A.M. LIPTON, *The Three Faces of Control*, in *The Bus. Law.*, 2022, 801 ss.

L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*², Boston, 1988.

F. LOPEZ-DE-SILANES - J.A. MCCAHERY - P.C. PUDSCHEDL, *ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis*, 2020, in *Singapore J. Legal Stud.*, 2020, 217 ss.

C.K. LOW, *A Road Map for Corporate Governance in East Asia*, in *Nw. J. Int'l. Bus. L.*, 2004, 165 ss.

A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 739 ss.

S. LYDENBERG, *Reason, Rationality, and Fiduciary Duty*, in *J. Bus. Ethics*, 2014, 365 ss.

S. LYNDENBERG, *Integrating Systemic Risk into Modern Portfolio Theory and Practice*, in *J. App. Corp. Fin.*, 2016, 56 ss.

J.R. MACEY, *Corporate Governance: Promises kept, Promises broken*, Princeton, 2008.

J.R. MACEY - G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stan. L. Rev.*, 1990, 1059 ss.

M.B. MADSEN, *Promoting the "Right" Kind of Ownership: The Good, the Bad and the Passive*, in *EBLR*, 2018, 143 ss.

P.G. MAHONEY - A.Z. ROBERTSON, *Advisers by another name*, in *Harvard Bus. L. Rev.*, 2021, 311 ss.

J.D. MARGOLIS - H.A. ELFENBEIN - J.P. WALSH, *Does it pay to be good...And does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance*, 2009, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

I. MAFFEZZONI, *Commento sub art. 2364 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2005, 9 ss.

D. MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario*², a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, Torino, 2011, 917 ss.

P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1303 ss.

P. MARCHETTI, *Il primo caso italiano di "say on climate"*, in *Riv. soc.*, 2022, 648 ss.

H. MARKOWITZ, *Portfolio Selection*, in *J. Fin.*, 1952, 77 ss.

R. MARTIN - P.D.CASSON - T.M. NISAR, *Shareholder Value as Context for Investor Engagement*, in *Investor Engagement: Investors and Management Practice under Shareholder Value*, Oxford, 2007, 1 ss.

E.D. MARTINO - A.M. PACCES, *Shareholders Right Directive II: the Italian Implementation*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2020, 1 ss.

V. MARZOVILLO, *Gli investitori e il rapporto con il gestore: il regolamento del fondo*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 309 ss.

M. MAUGERI, *Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2011, 75 ss.

M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d’impresa – Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso - V. Cariello - V. Di Cataldo - F. Guerrera - A. Sciarrone Alibrandi, Torino, I, 2014, 819 ss.

M. MAUGERI, *Proxy advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2016, 667 ss.

M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.

A. MAURO, *I fondi di investimento alternativi (FIA) tra regolazione europea, nazionale e prospettive di autodisciplina*, in *Riv. comm. int.*, 2022, 381 ss.

J.I. MCCARTHY, *Benchmarking the World: A Proposal for Regulatory Oversight of Stock Market Index Providers*, in *Vanderbilt J. of Transnational L.*, 2018, 1191 ss.

F.W. MCNABB III, *Getting to know you: The Case for Significant Shareholder Engagement*, 24 giugno 2015, reperibile all’indirizzo internet del *Harvard L. School Forum on Corp. Governance & Fin.*

V. MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, III, 677 ss.

G. MESSINA, *Negozi fiduciari: introduzione e parte generale*, Città di Castello, 1910.

P.B. MILLER, *The fiduciary relationship*, in *Philosophical foundations of fiduciary law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014, 63 ss.

M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, 158 ss.

S. MISHRA, *2021 Climate & Voting Review and Global Trends*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2022, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu.

J. MITTS, *The Price of Your Vote: Proxy Choice and Securities Lending*, in *Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets*, 11 ottobre 2021, reperibile all'indirizzo www.clsbluesky.law.columbia.edu.

N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010.

N. MOLONEY, *Financial Services and Markets*, in *The Oxford Handbook of Regulation*, a cura di R. Baldwin - M. Cave - M. Lodge, Oxford, 2012, 438 ss.

N. MOLONEY, *Eu Securities and Financial Markets Regulation*³, Oxford, 2014.

P. MONTALENTI, *Il diritto commerciale dalla separazione dei codici alla globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2012, 379 ss.

P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.

A. MOONEY, *Asset managers push back against activist pension funds*, in *Financial Times*, 31 luglio 2016.

L. MULA, *Processo di investimento e conflitti di interesse nella gestione collettiva del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 495 ss.

J.P. NAUGHTON - C. WANG - I. YEUNG, *Investor Sentiment for Corporate Social Performance*, in *the Accounting Rev.*, 2019, 401 ss.

J. NILSSON, *The preferences of beneficiaries: what can we learn from research on retail investors?*, in *Institutional Investment and Fiduciary Duty*, a cura di J.P. Hawley - A.G.F. Hoepner - K.L. Johnson - J. Sandberg - E. Waitzer, Cambridge, 2014, 378 ss.

H. OROWITZ - R. KUMAR - L.A. HAGEL, *An Early Look at the 2022 Proxy Season*, 7 luglio 2022, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu.

A.M. PACCES, *Shareholder Activism in the CMU*, in *Capital Markets Union in Europe*, a cura di D. Busch - E. Avgouleas - G. Ferrarini, Oxford, 2018, 507 ss.

A.M. PACCES, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster a Sustainable Corporate Governance?*, ECGI Law Working Paper n. 611/2021, reperibile all'indirizzo [internet dell'Istituto](http://internet.dell'Istituto).

A.R. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose*, in *Cardozo L. Rev.*, 2002, 1430 ss.

T. PAREDES, *Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation*, in *Wash. Un. Sch. Law – Faculty Working Paper* no. 03-02-02, 2003.

F. PARTNOY, *US hedge fund activism*, in *Research Handbook on Shareholder Power*, a cura di J.G. Hill - R.S. Thomas, Cheltenham - Northampton, 2015, 99 ss.

U. PATRONI GRIFFI, "Fiduciary duties" e gruppi di società, in *Giur. comm.*, 1994, I, 886 ss.

A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. Anolli - A. Banfi - G. Presti - M. Rescigno, Bologna, 2007, 57 ss.

A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, 522 ss.

A. PERRONE, *Dalla trasparenza alla fiducia. Il diritto del mercato finanziario dopo la crisi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di E. Ginevra, 2012, Milano, 405 ss.

A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa*, 2015, I, 31 ss.

L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004.

L. PICARDI, *La delega di funzioni del gestore e il principio della letter box entity*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2016, 261 ss.

L. PICARDI, *Competenza gestoria degli amministratori e deleghe di funzioni nella Sgr*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 61 ss.

F.M. PLACENTI, *The SEC's Evolving Views Regarding Proxy Advisors*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 23 novembre 2019, reperibile all'indirizzo www.corpgov.law.harvard.edu.

G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, II, Torino, 2007, 5 ss.

R. POZEN, *Institutional Investors: The Reluctant Activists*, in *Harvard Bus. Rev.*, 1994, 140 ss.

D. PREITE, *L'“abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, III, 1993, Torino, 74 ss.

D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476 ss.

L. PURPURA, *L'evoluzione “fiduciaria” dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca borsa*, 2013, I, 222 ss.

F. RAFFAELE - M. MANNA, *Il recepimento della direttiva Shareholder Rights II e il decreto n. 49/2019*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019, n. 49*, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 1 ss.

M. RESCIGNO, *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 297 ss.

B.J. RICHARDSON, *Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?*, in *Banking and Fin. L. Rev.*, 2007, 145 ss.

B.J. RICHARDSON, *Putting Ethics into Environmental Law: Fiduciary Duties for Ethical Investment*, in *Osgoode Hall L. J.*, 2008, 243 ss.

A.Z. ROBERTSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and “Index” Investing*, in *Yale J. on Regulation*, 2019, 795 ss.

E.B. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Geo. L. J.*, 1991, 445 ss.

E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon - W.-G. Ringe, Oxford, 2018, 363 ss.

E.B. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI Law Working Paper n. 515/2020, reperibile sul sito *internet* dell’Istituto.

M.J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, in *Colum. L. Rev.*, 1991, 10 ss.

M.J. ROE, *Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom*, in *Bus. Law.*, 2013, 977 ss.

A. ROMANO, *Horizontal Shareholding and Network Theory*, in *Yale J. on Reg.*, 2021, 363 ss.

R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in *Yale J. Reg.*, 2001, 174 ss.

P. ROSE, *The Corporate Governance Industry*, in *J. Corp. Law*, 2007, 887 ss.

G. ROSSI, *La grande impresa fra "privato" e "pubblico" e le leggi speciali*, in *Trasparenze e vergogna*, Milano, 1982, 58 ss.

G. ROSSI, *Una proposta di interpretazione della legge sui fondi di investimento*, in *I fondi comuni di investimento*, a cura di P.G. Jaeger - P. Casella, Milano, 1984, 5 ss.

G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, 905 ss.

G. ROSSI, *Crisi del capitalismo e nuove regole*, in *Riv. soc.*, 2009, 929 ss.

G. ROSSI, *I diritti dei cittadini fra le crisi dell'impresa e della giustizia*, in *Riv. soc.*, 2014, 144 ss.

R. RUSSO, *La riforma del diritto societario spagnolo: un primo profilo*, in *RDS*, 2015, 967 ss.

R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società: Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di P. Abbadessa - G.B. Portale, II, Torino, 2007, 135 ss.

R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 231 ss.

J. SANDBERG, *Socially responsible investment and the conceptual limits of fiduciary duty*, in *Institutional Investment and Fiduciary Duty*, a cura di J.P. Hawley - A.G.F. Hoepner - K.L. Johnson - J. Sandberg - E. Waitzer, Cambridge, 2014, 300 ss.

J. SANDBERG - C. JURAVLE - T.M. HEDESSTRÖM - J. HAMILTON, *The Heterogeneity of Socially Responsible Investment*, in *J. of B. Ethics*, 2008, 519 ss.

W. SANDERS, *Resolving the Conflict between Fiduciary Duties and Socially Responsible Investing*, in *Pace L. Rev.*, 2014, 535 ss.

G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio" a seguito dell'attuazione della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. soc.*, 2015, 387 ss.

G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Riv. soc.*, 2018, 186 ss.

V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 791 ss.

F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, in *J. of Empirical L. Studies*, 2017, 129 ss.

M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, in *Stanford L. Rev.*, 2020, 381 ss.

M.M. SCHANZENBACH - R.H. SITKOFF, *ESG Investing After the DOL Rule on "Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2 febbraio 2023, reperibile all'indirizzo dell'organizzazione.

M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, in *Columbia Bus. L. Rev.*, 2010, 763 ss.

F. SCOTT MORTON - H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in *Yale L. J.*, 2018, 2026 ss.

M. SEPE, *Risparmio gestito*, Bari, 2000.

K. SERGAKIS, *EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the Comply or Explain Principle*, in *ECFR*, 2013, 394 ss.

P. SFAMENI - M. PENNA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di P. Sfameni - A. Giannelli, Milano, 2018, 233 ss.

B.S. SHARFMAN, *The Conflict Between BlackRock's Shareholder Activism and ERISA's Fiduciary Duties*, in *Case Western Reserve L. Rev.*, 2021, 1241 ss.

R.H. SITKOFF, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, a cura di A.S. Gold - P.B. Miller, Oxford, 2014.

E. SNEED, *The Stockholder May Vote as He Pleases: Theory and Fact*, in *U. Pitt. L. Rev.*, 1960, 23 ss.

R. SPARKES, *Socially Responsible Investment: a Global Revolution*, Wiley, 2002.

P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera - G. Presti, Bologna, 2020, 561 ss.

A. STABILINI - F. DENOZZA, *Principals vs Principals: The Twilight of the "Agency Theory"*, in *The Italian L. J.*, 2017, 511 ss.

L. STARKS - P. VENKAT - Q. ZHU, *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons*, 2020, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

M. STELLA RICHTER jr, *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano, 1996.

M. STELLA RICHTER jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *Quaderno Assogestioni*, Roma, 2009, 3 ss..

M. STELLA RICHTER jr, *Intervento e voto con strumenti finanziari di pertinenza di fondi comuni d'investimento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 437 ss.

M. STELLA RICHTER jr, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di R. Lener - E. Gabrielli, Torino, 2010, 791 ss.

L.A. STOUT, *The Investor Confidence Game*, in *Brooklyn L. Rev.*, 2002, 407 ss.

L.A. STOUT, *The mythical benefits of shareholder control*, in *Va. L. Rev.*, 2007, 789 ss.

L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations and the Public*, San Francisco, 2012, 63 ss.

G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in *San Diego L. Rev.*, 2018, 803 ss.

G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa*, 2018, 393 ss.

G. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia L. & Bus. Rev.*, 2018, 187 ss.

G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.

G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 365 ss.

G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1105.

C. STRENGER - D.A. ZETZSCHE, *Corporate Governance, Cross-Border Voting and the (Draft) Principles of the European Securities Law Legislation – Engancing Investor Engagement Through Standardisation*, in *J. Corp. L. Stud.*, 2013, 503 ss.

L.E. STRINE jr, *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term*, in *Bus. Law.*, 2010, 1 ss.

L.E. STRINE jr, *Can We Do Better By Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law*, in *Columbia L. Rev.*, 2014, 449 ss.

L.E. STRINE jr, *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, Harvard John M. Olin Discussion Paper n. 1018, 2020, reperibile su www.ssrn.com.

C. TEDESCHI, *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005.

C. TEDESCHI, *La direttiva Shareholder Rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall’attivismo all’engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 557 ss.

G. TETT, *Esg exposed in a wold of changing priorities*, in *Financial Times*, 3 giugno 2022.

R.B. THOMPSON, *The Limits of Hedge Fund Activism*, Working Paper Vanderbilt University, 2006, reperibile in www.escholarship.org.

V.M. TRIMARCHI, voce *Negoziio giuridico. d) Negoziio fiduciario*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 32 ss.

V. TROIANO, Sub art. 40, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Padova, 1998, 414 ss.

F. URBANI, *Trasparenza dei consulenti in materia di voto (Proxy Advisor)*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II – Commentario al Decreto Legislativo 10 maggio 2019*, n. 49, a cura di F. Raffaele - E. Ruggiero, Milano, 2021, 208 ss.

J. VELASCO, *The Diminishing Duty of Loyalty*, in *Washington and Lee L. Rev.*, 2018, 1035 ss.

F. VELLA, *Commento sub art. 40*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, 2002, 357 ss.

W. VENTEICHER, *Plummeting stocks and a Moscow shopping mall. CalPERS is stuck with its Russia investments*, in *The Sacramento Bee*, 25 luglio 2022.

M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2005, 423 ss.

E. VINTER, *A Treatise on the History and Law of Fiduciary Relationship and Resulting Trust*³, Cambridge, 1955.

G. VISENTINI, *La gestione del Fondo da parte delle SGR: inquadramento giuridico*, in *La disciplina delle gestioni patrimoniali*, Quaderni di documentazione e ricerca di Assogestioni, n. 23, Roma, 2000, 129 ss.

G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare*, in *NGCC*, 2002, 456 ss.

G. WARREN, *Benefits (and Pitfalls) of Long-Term Investing*, CIFR Research Working Paper No. 040/2014, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

C.S. WEIGL, *Prudent Investor Rule and Modern Portfolio Theory*, in *Tr. & Pensions J.*, 2014, 145 ss.

M. WELKER - D. WOOD, *Shareholder Activism and Alienation*, in *Current Anthropology*, 2011, S57 ss.

E. WYMEERSCH, *Conflicts of Interest, Especially in Asset Management*, in *Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets*, a cura di L. Thévenoz - R. Bahar, Alphen aan den Rijn, 2007, 261 ss.

Y. YANG, *Are Passive Institutional Investors Engaged Monitors or Risk-Averse Owners? Both!*, International Monetary Fund Working Paper No. 158/2021, reperibile all'indirizzo www.imf.org.

S. YOUNG HONG, *Curb Your Enthusiasm: the Rise of Hedge Fund Activist Shareholders and the Duty of Loyalty*, in *Fordham J. of Corp. & Fin. L.*, 2018, 193 ss.

J. YOUNGDAHL, *The basis of fiduciary duty in investment in the US*, in *Institutional Investment and Fiduciary Duty*, a cura di J.P. Hawley - A.G.F. Hoepner - K.L. Johnson - J. Sandberg - E. Waitzer, Cambridge, 20 ss.

J. ZYTNICK, *Do Mutual Funds Represent Individual Investors?*, 2021, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

STUDI, LINEE GUIDA, PRINCIPI E DOCUMENTI ISTITUZIONALI

ASSOGESTIONI, *Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti di interessi*, 2014, reperibile all'indirizzo www.assogestioni.it.

ASSOGESTIONI, *Principi italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*, 2016, reperibile all'indirizzo www.assogestioni.it.

ASSONIME, *Disciplina di direzione e coordinamento: applicabilità al gestore di fondi d'investimento*, 2019.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico*, COM (2007) 226, 30 aprile 2007.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde – Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione*, COM (2010) 285, 2 giugno 2010.

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde – The EU corporate governance framework*, COM (2011) 164, 5 aprile 2011.

COMMISSIONE EUROPEA, *Consultation Document – Institutional investors and asset managers’ duties regarding sustainability*, 2017.

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni – Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97, 8 marzo 2018,

COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback Statement – Public Consultation on Institutional Investors’ and Asset Managers’ Duties regarding Sustainability*, 2018.

COMMISSIONE EUROPEA, *Public Consultation on the Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)*, 2020.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Orientamenti sui concetti chiave della direttiva GEFIA*, 2013, reperibile all’indirizzo www.esma.europa.eu.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Letter on the Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive*, 18 agosto 2020, reperibile all’indirizzo www.esma.europa.eu.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Question and Answers – Application of the UCITS Directive*, 2022, reperibile all’indirizzo www.esma.europa.eu.

EUROSIF, *European SRI Study*, 2018, reperibile all'indirizzo www.eurosif.org.

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, 2005, reperibile all'indirizzo www.unepfi.org.

HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, presieduto da Jaques de Larosière, *Report*, 2009.

HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Interim Report*, 2017.

HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy – Final Report*, 2019.

J. KAY, *Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*, 2012, reperibile all'indirizzo www.gov.uk.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Guidelines for multinational enterprises*, 2011, reperibile in www.oecd.org.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, 2011, reperibile in www.oecd.org.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, 2020, reperibile in www.oecd.org.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Corporate Governance Factbook 2021*, reperibile in www.oecd.org.

UNEP FI, *Fiduciary responsibility – Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, 2009, reperibile all'indirizzo www.unepfi.org.

UNEP FI, *Fiduciary Duty in the 21st Century*, 2015, reperibile all'indirizzo www.unepfi.org.

UNITED NATIONS, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 2015, reperibile sul sito *internet* dell'Organizzazione.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Proxy Voting: Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers and Availability of Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Advisory Firms – Staff Legal Bulletin No. 20*, 30 giugno 2014, reperibile sul sito *internet* della Commissione.

WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT (WCED), *Our Common Future*, 1987, reperibile all'indirizzo www.sustainabledevelopment.un.org.