

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO/SETTEMBRE

2021

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



**Vincolatività delle politiche di *engagement* e responsabilità civile degli esponenti aziendali rispetto a profili ESG. Note a Cass. 3 gennaio 2019, n. 5 e 9 gennaio 2019, n. 301**

**SOMMARIO:** 1. Il caso e il principio di diritto in tema di vincolatività dei regolamenti interni. – 2. Responsabilità civile per violazione di regolamenti interni o di codici di comportamento. – 3. La politica di *engagement*. – 4. Responsabilità degli amministratori per violazione dell’art. 124-*quinquies* t.u.f. rispetto a profili ESG.

*1. Il caso e il principio di diritto in tema di vincolatività dei regolamenti interni*

Le sentenze gemelle qui in commento<sup>1</sup> si occupano dei profili di responsabilità del collegio sindacale di una società quotata che, in violazione di un regolamento interno, ha omesso di informare la Consob sulla mancata sottoposizione al consiglio di amministrazione del comunicato stampa concernente l’emissione di un prestito obbligazionario.

In particolare, l’autorità di vigilanza ha sanzionato i sindaci per violazione dell’art. 149, co. 1, lett. b) e *c-bis*) t.u.f. – e quindi per mancata vigilanza “sul rispetto dei principi di corretta amministrazione” e “sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi” – e dell’art. 149, co. 3 t.u.f., per omessa segnalazione delle irregolarità riscontrate. La sanzione irrogata dalla Consob è stata pertanto conseguenza dell’omesso controllo sul rispetto di *procedure aziendali interne* per la gestione e comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate.

---

<sup>1</sup> Cass. 3 gennaio 2019, n. 5 e Cass. 9 gennaio 2019, n. 301, che riguardano l’impugnazione della sanzione irrogata ai componenti del collegio sindacale della stessa società e hanno il medesimo contenuto relativamente ai fatti di causa e alle ragioni della decisione.

I sindaci hanno impugnato le delibere sanzionatorie dinnanzi alla Corte di Appello di Milano, la quale ha rigettato il gravame e confermato la sanzione anche nel *quantum*, ritenendo, nel merito, che le condotte contestate ai ricorrenti integrassero le ipotesi di cui all'art. 149 t.u.f. I membri dell'organo di controllo hanno allora presentato ricorso in Cassazione nei confronti della sentenza della Corte d'appello, formulando quattro distinti motivi di ricorso. Nella presente nota viene in particolare a rilevare il secondo motivo, con cui i ricorrenti lamentavano la violazione e falsa applicazione dell'art. 149, co. 1, lett. b) e c-bis) t.u.f., in quanto "la Corte di Appello avrebbe erroneamente ritenuto non rilevante la circostanza che l'obbligo di controllo sulla mancata approvazione formale, da parte del Consiglio di Amministrazione della società, del testo del comunicato relativo al prestito convertendo di cui all'atto di contestazione, fosse contenuto in un regolamento interno della società stessa". Secondo i ricorrenti, infatti, la mancata approvazione del comunicato da parte dell'organo gestorio non costituiva violazione né del principio di corretta amministrazione, né delle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario che sono poste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria e sono oggetto di condivisione da parte degli operatori dello specifico settore. Di conseguenza, non si sarebbe trattato né di omessa vigilanza su una c.d. attività di *governance*, né di violazione di una norma di condotta posta da un codice di autodisciplina, ma semplicemente della violazione di una disposizione non attinente al governo della società contemplata da un regolamento interno. La difesa dei ricorrenti su questo profilo, dunque, è basata sulla natura esclusivamente "interna" del regolamento che disponeva la necessaria approvazione da parte del consiglio del comunicato relativo all'operazione prima della sua diffusione al mercato.

La Suprema Corte giudica il motivo infondato. Primariamente evidenzia come la complessa articolazione della struttura organizzativa di una società di investimenti non comporti l'affievolimento del poterdovere di controllo riconducibile a ciascuno dei componenti del collegio sindacale. Anzi, con riferimento alle società quotate nei mercati regolamentati, il dovere di vigilanza e di controllo imposto ai sindaci "si fa ancora più stringente, in vista della funzione di garanzia



dell'equilibrio del mercato"<sup>2</sup>. In particolare, il collegio sindacale è investito del compito di verificare costantemente la corrispondenza dei meccanismi di gestione della società al paradigma della corretta amministrazione, così come definito dalla scienza dell'economia aziendale. E per la Corte, proprio la corretta applicazione di tale principio "impone di considerare cogenti, per la società, anche le norme di autodisciplina previste da disposizioni interne, ancorché maggiormente stringenti rispetto alle disposizioni di portata generale poste dalla legge, dalle fonti regolamentari o dai codici di autodisciplina. Nel momento in cui la società, all'esito di una scelta del tutto libera, decide di adottare norme di condotta aziendale e di estrinsecare tale decisione al mercato, è infatti vincolata alla loro osservanza, rappresentando la scelta di cui sopra una volontaria autolimitazione da parte dell'operatore del mercato".

La decisione in commento, quindi, conferma in sede di legittimità la rilevanza delle *best practices* contemplate dal Codice di autodisciplina e dai regolamenti interni, ritenendole cogenti quando adottate volontariamente dalle singole società e manifestate all'esterno. Infatti, laddove la società nella propria autonomia abbia deciso di dotarsi di norme di condotta aziendale e di estrinsecare tale decisione al mercato, tali norme di condotta assumono carattere vincolante, rappresentando una volontaria autolimitazione da parte dell'operatore del mercato<sup>3</sup>. In altre parole, il rilievo della Suprema Corte discende dalla libertà concessa alle società di adottare o meno talune norme di condotta e di rendere nota la decisione al mercato. Scelta che, se da un lato, consente alle società di modulare la propria *governance* anche interna e concorre a definirne l'assetto organizzativo e amministrativo, dall'altro, non può rimanere priva di conseguenze in caso di inosservanza dell'impegno assunto da parte dell'emittente<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Sul tema vengono richiamate Cass., Sez. Un., 30 settembre 2009, n. 20934 e Cass., 29 marzo 2016, n. 6037.

<sup>3</sup> Cfr. N. SODATI, *Sanzioni consob e responsabilità del sindaco di società quotata*, in *Società*, 2019, 8-9, 986 ss.

<sup>4</sup> Come osservato da M. L. PASSADOR, *Collegio sindacale e autodisciplina - cassazione e autodisciplina: un punto di svolta*, in *Giur. It.*, 2020, 1, 118 ss.

## *2. Responsabilità civile per violazione di regolamenti interni o di codici di comportamento*

Il principio di diritto richiamato ha importanti implicazioni per la responsabilità civile degli esponenti aziendali degli emittenti.

E difatti, ricondurre l'inosservanza di disposizioni interne comunicate al mercato alla violazione dell'obbligo di corretta amministrazione, significa riconoscere la configurabilità di una responsabilità risarcitoria degli amministratori (ed eventualmente dei sindaci per omessa vigilanza) quando da tale inadempimento sia derivato un danno.

Come noto, la riforma del diritto societario ha elevato i principi di corretta amministrazione – consistenti, in sintesi, nella conformità delle scelte di gestione ai criteri di razionalità economica posti dalla scienza dell'economia aziendale e alla ragionevolezza – a clausola generale di comportamento degli amministratori di s.p.a.<sup>5</sup>. L'obbligo di correttezza riveste oggi un rilievo centrale (e via via crescente)<sup>6</sup> sia nel definire il contenuto dei doveri dei consiglieri sia nell'individuare la responsabilità, avendo consentito una ricollocazione della diligenza come criterio di verifica dell'adempimento della prestazione dovuta e non come fattore integrativo della condotta<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, G. Cottino (diretto da), Volume IV, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 615: "Il rispetto delle regole, anche tecniche e non solo giuridiche, di buona gestione è, dunque, oggi norma di diritto comune". Ma v. anche V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. Comm.*, I, 2006, 7 ss.

<sup>6</sup> Si veda A. TOFFOLETTO, *Amministrazione e controlli*, in AA. VV., *Diritto delle società [Manuale breve]*, V ed., Milano, 2012, 214 ss. Nonché V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. Comm.*, I, 2020, 439 ss.

<sup>7</sup> Cfr. F. VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, G. Scognamiglio (a cura di), Milano, 2003, 23 ss.; M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005; ID., *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2009, XVIII, 9 ss.; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, 2012, 21 ss.; P. MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova*

Le considerazioni svolte per i regolamenti interni valgono (a maggior ragione) anche per i codici di autodisciplina, tra cui emerge in particolare il codice di *corporate governance* per le società quotate<sup>8</sup>. L'adesione al codice ha natura volontaria, seguendo il principio *comply or explain*, tuttavia il legislatore impone agli emittenti l'obbligo di informare il pubblico circa l'ampiezza dell'adesione. In specie, l'art. 123-*bis*, co. 2, lett. a), t.u.f. richiede che una apposita sezione della "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" riporti le informazioni riguardanti "l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. La società indica altresì dove il codice di comportamento in materia governo societario al quale aderisce è accessibile al pubblico". Le informazioni circa la conformità (o meno) al codice, quindi, costituiscono una vera e propria comunicazione sociale. La violazione di tale obbligo informativo determina anzitutto l'applicazione delle sanzioni amministrative previste dall'art. 192-*bis*, co. 1, t.u.f. a carico dell'emittente e dei suoi esponenti aziendali (nonché delle sanzioni penali ove "il fatto costituisca reato"). Inoltre, sul collegio sindacale grava l'obbligo di vigilare sull'attuazione del codice, con la conseguenza che in caso di irregolarità nell'adempimento di tale dovere, potranno essere applicate anche le sanzioni di cui all'art. 193, co. 3, lett. a), t.u.f. Pertanto, con riferimento al rilievo giuridico del codice di autodisciplina, ferma la sua natura non vincolante, non si può considerare alla stregua di un mero strumento di *soft law*<sup>9</sup>.

---

*clausola generale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, M. Irrera (a cura di), Torino, 2016, 3 ss.

<sup>8</sup> Il codice di *corporate governance* è stato adottato nella sua ultima versione il 31 gennaio 2020 dal Comitato per la Corporate Governance, costituito nel giugno del 2011 ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e di investitori professionali (Assogestioni), nonché di Borsa Italiana S.p.A. Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.

<sup>9</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*, in *Società*, fasc. 4, 2020, 439 ss.

Discussa è però l'idoneità delle previsioni del codice di autodisciplina a vincolare il comportamento degli organi sociali dell'emittente sotto forma di responsabilità risarcitoria per il caso di inosservanza di doveri nascenti dalla sua adozione. In letteratura vi è chi ha affermato che le omissioni e le falsità circa l'adozione del codice di autodisciplina denoterebbero “una più ampia carenza nelle procedure interne della società, se non una vera e propria disfunzione organizzativa rilevante ai sensi dell'art. 2381 c.c.”<sup>10</sup>. In altri termini, si fa leva sulla connessione esistente tra la difettosità dell'informazione al mercato e l'inadeguatezza degli assetti organizzativi che presiedono alla sua elaborazione e diffusione<sup>11</sup>. Seguendo questa impostazione, le violazioni dei codici di comportamento verrebbero a rilevare per i profili di responsabilità degli organi sociali degli emittenti sul piano dell'organizzazione dei processi decisionali concernenti la gestione dell'impresa.

La giurisprudenza di legittimità qui annotata sembra condividere tale soluzione, ricomprendendo l'osservanza di regolamenti interni o di codici di autodisciplina comunicati al mercato all'interno del dovere di gestire la società secondo il paradigma della corretta amministrazione, che si declina, tra l'altro, nell'obbligo di creazione di assetti adeguati<sup>12</sup>.

### 3. La politica di engagement

Le pronunce della Suprema Corte potrebbero avere riflessi significativi anche con riferimento alla c.d. “politica di impegno” o “engagement policy”, che deve recare una descrizione delle modalità con cui investitori istituzionali e asset manager monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, quali la strategia, le performance

---

<sup>10</sup> Così M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, M. Cera-G. Presti (diretto da), II, Bologna, 2020, 1275.

<sup>11</sup> Sul punto, si veda V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012, 179 ss.

<sup>12</sup> M. IRRERA-M. SPIOTTA, *Gli obblighi e i doveri*, in *Parte I. L'amministrazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, M. Irrera (diretto da), Torino, 2020, 73 ss., secondo cui: “Attraverso l'obbligo di dotarsi di adeguati assetti organizzativi si fornisce, infatti, <spessore> al canone generale della buona (rectius: corretta) amministrazione e si consente di valutare in modo obiettivo un'eventuale responsabilità da <inadeguatezza>”.

finanziarie e non finanziarie, i rischi, la struttura del capitale, ma anche l'impatto sociale e ambientale e il governo societario<sup>13</sup>.

È stata la Direttiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 (c.d. "Shareholder Rights Directive II" o "SRD II"), che modifica la Direttiva 2007/36/CE (c.d. "Shareholder Rights Directive" o "SRD"), a prevedere per gli investitori istituzionali e per i gestori di attivi l'obbligo di sviluppare una politica di *engagement* nei confronti delle società partecipate<sup>14</sup> (o, in caso contrario, in merito alle motivazioni circa la mancata adozione della stessa, secondo la logica *comply or explain*<sup>15</sup>) e di comunicare la stessa al pubblico<sup>16</sup>. Il motivo per cui il legislatore europeo ha deciso di introdurre una disciplina sulla politica di impegno – considerata l'"architrate"<sup>17</sup> della SRD II – si rinviene al considerando n. 15, laddove si spiega che "l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e 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". La SRD II, quindi, mira a utilizzare l'attivismo degli intermediari finanziari (e in

<sup>13</sup> S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderni giuridici Consob*, 19 gennaio 2019, 20.

<sup>14</sup> Si tratta dell'art. 3 *octies* della SRD II.

<sup>15</sup> Sulle carenze di un modello che ricorra al principio *comply or explain* nel promuovere l'impegno degli investitori istituzionali nella *governance* della società quotata, si vedano B. CHEFFINS, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in 73 *Modern Law Review*, 2010, 1004 ss.; D. ARSALIODU, *Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code*, in *ECFR*, 3/2012, 355 ss.

<sup>16</sup> D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2021, 1-28 sottolineano che: "Article 3g juridifies new normative features of shareholder stewardship obligations with which most of the Member States are not familiar. The requirement of developing and implementing an engagement policy is not something with which national regulatory authorities and regulatees are instinctively familiar".

<sup>17</sup> P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, fasc. 2, 2018, 303 ss.

particolare la politica di impegno) come una leva per indurre le società emittenti a perseguire risultati di lungo termine<sup>18</sup>.

Nel nostro ordinamento, la trasposizione della disciplina in materia di politica di *engagement* è avvenuta ad opera dell'art. 3, co. 2, del d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 (che ha dato recepimento alla SRD II), il quale ha introdotto nel t.u.f. l'art. 124-*quinquies*. La disposizione prevede un dovere per gli investitori istituzionali (intesi come fondi pensione e imprese di assicurazione)<sup>19</sup> e i gestori di attivi (intesi principalmente come le imprese di investimento che prestano servizi di gestione dei portafogli agli investitori)<sup>20</sup> di adottare e comunicare al pubblico la policy. In particolare, la politica di *engagement* deve descrivere le modalità con cui investitori istituzionali e gestori di attivi: integrano l'impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento; monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la

---

<sup>18</sup> E. GLIOZZI, *Lo short-termismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, fasc. 3, 2020, 841 ss. V. altresì S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPPELLI, *op. cit.*: “la direttiva europea sui diritti degli azionisti, partendo dal presupposto che il disinteresse dei soci nelle società quotate sia stato uno dei fattori all'origine della crisi finanziaria del 2007/2008 in quanto avrebbe favorito comportamenti speculativi dei manager, assegna agli investitori istituzionali il compito di monitorare la condotta degli amministratori e di esercitare i propri diritti sociali (c.d. “engagement”) al fine di assicurare una crescita di valore delle azioni equilibrata e sostenibile nel lungo periodo”. Sul dibattito relativo all'incidenza di investitori istituzionali e asset manager sul c.d. *short-termism*, si veda, *ex multis*, P. FRENTROP, *Short-Termism of Institutional Investors and the Double Agency Problem*, 2012, SSRN Electronic Journal <<http://www.ssrn.com/abstract=2249872>>.

<sup>19</sup> L'art. 124-*quarter* t.u.f. precisa che nella sezione I-*ter* rubricata “Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto” per “investitore istituzionale” si intende “1) un'impresa di assicurazione o di riassicurazione come definite alle lettere u) e cc) del comma 1 dell'articolo 1 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita ai sensi dell'articolo 2, commi 1 e 2, del medesimo decreto; 2) i fondi pensione con almeno cento aderenti, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, comma 1, e 12 del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, ovvero tra quelli dell'articolo 20 del medesimo decreto aventi soggettività giuridica”.

<sup>20</sup> L'art. 124-*quarter* t.u.f. precisa che nella sezione I-*ter* rubricata “Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto” per “gestore di attivi” si intendono “le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e i soggetti autorizzati in Italia a prestare il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d)”.

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 (art. 124-*quinquies*, co. 1). Occorre, poi, che investitori istituzionali e gestori di attivi comunichino al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto. Si deve infine informare il pubblico di come è stato espresso il voto nelle assemblee generali delle società di cui sono azionisti (art. 124-*quinquies*, co. 2). Qualora intendano non adempiere ad uno o più di tali doveri, devono fornire una comunicazione al pubblico chiara e motivata (art. 124-*quinquies*, co. 3). In aggiunta, in attuazione dell'art. 124-*novies*, co. 2 e 3 t.u.f., Consob, Covip e Ivass hanno disciplinato, con tre regolamenti sostanzialmente identici<sup>21</sup>, termini e modalità di pubblicazione della politica di impegno rispettivamente di gestori di attivi, fondi pensione e imprese di assicurazione<sup>22</sup>.

Ci si è interrogati sul valore da attribuire alla politica di impegno comunicata al pubblico e sulla rilevanza che possano avere le

---

<sup>21</sup> In particolare, in attuazione della delega contenuta all'art. 124-*novies* t.u.f.: la Consob ha introdotto nel Regolamento Emittenti l'art. 143-*sexies*; la Covip, con deliberazione del 2 dicembre 2020, ha adottato il "Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione"; l'Ivass il 17 novembre 2020 ha pubblicato il Regolamento n. 46 "recante Disposizioni in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi di strategia di investimento azionario delle imprese di assicurazione o di riassicurazione, ai sensi dell'articolo 124-*novies*, comma 3 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria".

<sup>22</sup> In sintesi, si prevede che: la politica di impegno (così come le sue eventuali modifiche) è pubblicata entro quindici giorni dalla sua adozione e rimane a disposizione del pubblico almeno per i tre anni successivi al termine della sua validità; le informazioni di cui all'art. 124-*quinquies*, co. 2, t.u.f., relative alle modalità di attuazione della politica di impegno in ogni anno solare, sono pubblicate entro il 28 febbraio dell'anno successivo e rimangono a disposizione del pubblico almeno per i tre anni successivi; le stesse modalità e gli stessi termini sono rispettati per le informazioni di cui all'art. 124-*quinquies*, co. 3, t.u.f., inclusa l'eventuale decisione di non adottare la politica di impegno.

dichiarazioni ivi contenute, in grado di definire i rapporti tra l'investimento e la società, gli altri soci e gli *stakeholders* ed enunciare fini e obiettivi generali<sup>23</sup>. Con riferimento alla legislazione europea, è stato detto che la SRD II ha introdotto un “*duty to demonstrate engagement on the part of institutional investors and asset managers*”<sup>24</sup>, che è “*sostanzialmente vincolante*”<sup>25</sup> e qualificabile in termini di “*(semi-) hard law*”<sup>26</sup>. Questo poiché l'obbligo di elaborare e pubblicare la policy, sebbene operi secondo il principio del *comply or explain*, presenta carattere coercitivo, discostandosi dalla volontarietà delle norme di *soft law*: i soggetti vigilati *devono* o conformarsi o spiegare pubblicamente le ragioni per cui hanno deciso di non farlo<sup>27</sup>.

Il diverso livello di vincolatività discende poi dalla concreta attuazione della disposizione della SRD II in tema di *enforcement*. L'art. 14 *ter*, infatti, autorizza – non obbliga – gli stati membri a introdurre misure e sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della direttiva<sup>28</sup>. Con la conseguenza che l'obbligo di elaborare e pubblicare la politica di impegno può essere assoggettato a forme di *public enforcement*. Da questo angolo di visuale, sono emersi due *trend* nel recepimento

---

<sup>23</sup> A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, in *Il Testo Unico finanziario*, M. Cera-G. Presti (diretto da), II, Bologna, 2020, 1811.

<sup>24</sup> I. H-Y CHIU-D.KATELOUZOU, *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe?*, in *Shareholder's Duties*, Birkmose (a cura di), Kluwer Law International, 2017, 133.

<sup>25</sup> Così S. ALVARO-M. MAUGERI-G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 10.

<sup>26</sup> I. H-Y CHIU-D.KATELOUZOU, *op. cit.*, 151.

<sup>27</sup> Chiari in proposito D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *When Harmonization is Not Enough: Shareholder Stewardship in the European Union*, cit.: “*the requirement to develop, disclose and implement an engagement policy under the transposed SRD II rules even though it operates on a comply-or-explain basis, it still has strong coerciveness: the regulatees have to comply or explain with regard to the transposed national rule*”.

<sup>28</sup> Si riporta l'art. 14 *ter* della SRD II: “*Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle misure e alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva e adottano tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l'applicazione. Le misure e le sanzioni previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive. Gli Stati membri comunicano alla Commissione, entro il 10 giugno 2019, tali norme e misure di esecuzione e la informano, immediatamente, di qualsiasi modifica apportata successivamente*”.



dell'art. 14 *ter*<sup>29</sup>. Alcuni stati membri come Regno Unito<sup>30</sup>, Lussemburgo<sup>31</sup> e Spagna<sup>32</sup> non hanno introdotto alcuna sanzione con riferimento alla policy di *engagement*. Altri, come la Grecia<sup>33</sup> e i Paesi Bassi<sup>34</sup>, hanno previsto l'irrogazione di sanzioni amministrative da parte delle autorità di vigilanza. L'Italia rientra nel secondo gruppo: ai sensi dell'art. 193-*bis*.1 t.u.f., in caso di violazione dell'art. 124-*quinquies*, Consob, Ivass e Covip, secondo le rispettive competenze, applicano sanzioni amministrative pecuniarie da euro 2.500 a euro 150.000.

Nell'ordinamento domestico, dunque, la cogenza della disciplina in materia di politica di impegno si evince chiaramente da un sistema di *public enforcement* che è stato peraltro reputato anche eccessivamente severo<sup>35</sup>.

---

<sup>29</sup> Per una panoramica delle trasposizioni dell'art. 14 *ter* con riferimento all'obbligo in materia di *engagement policy*, si veda D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, in *TLI Think! Paper* 07/2020; *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, Law Working Paper No. 514/2020.

<sup>30</sup> Cfr. FCA, *Proposals to Promote Shareholder Engagement: Feedback to CP19/7 and Final Rules*, Policy statement PS19/13, 2019, <<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-13.pdf>>. Il Regno Unito ha infatti ufficialmente lasciato l'Unione Europea solo il 31 dicembre 2020.

<sup>31</sup> Cfr. Loi du 1er août 2019 modifiant la loi modifiée du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales de sociétés cotées aux fins de transposer la directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, *Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg*, N° 562 du 20 août 2019.

<sup>32</sup> Cfr. Anteproyecto de Ley por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas.

<sup>33</sup> Cfr. Art. 36 della Σχέδιο νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιριών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου και ενσωμάτωση της οδηγίας (EE) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

<sup>34</sup> Cfr. Art. 1, Sezione II, della *Wet giraal effectenverkeer*, <<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/straffen-en-maatregelen/vraag-en-antwoord/hoe-hoog-zijn-de-boetes-in-nederland>>.

<sup>35</sup> Si vedano le risposte alla consultazione pubblica concernente lo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017 di Minerva Analytics

#### 4. *Responsabilità degli amministratori per violazione dell'art. 124-quinquies t.u.f. rispetto a profili ESG*

Le decisioni in commento vengono però in rilievo soprattutto nella prospettiva della configurabilità di una responsabilità civile degli amministratori per la violazione della disciplina in materia di politica di impegno, in particolare con riferimento ai profili c.d. *environmental, social and governance* (ESG). In proposito, i meccanismi di *private enforcement* sono considerati essenziali per la effettiva promozione di obiettivi di sviluppo sostenibile da parte degli intermediari finanziari, soprattutto quando esperiti dagli investitori finali<sup>36</sup>. Investitori istituzionali e asset manager, infatti, sono obbligati ad agire nell'interesse di clienti e beneficiari finali<sup>37</sup> e le preferenze di investimento di questi sono sempre più incentrate su fattori di sostenibilità ambientale e sociale<sup>38</sup>. Si tratta, quindi, dei soggetti che

---

(<[http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazione\\_828/MINERVA\\_ANALYTICS.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazione_828/MINERVA_ANALYTICS.pdf)>) e di Assonime Confindustria (<[http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti\\_it/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/regolamentazione\\_bancaria\\_finanziaria/consultazione\\_828/Assonime\\_Confindustria.pdf](http://www.dt.mef.gov.it/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/regolamentazione_bancaria_finanziaria/consultazione_828/Assonime_Confindustria.pdf)>), nonché K. SERGAKIS, 'Consultazione pubblica concernente lo schema del "Regolamento in materia di trasparenza della politica di impegno e degli elementi della strategia di investimento azionario dei fondi pensione"' (<[https://www.covip.it/wpcontent/uploads/Konstantinos-Sergakis\\_SHRD2.pdf](https://www.covip.it/wpcontent/uploads/Konstantinos-Sergakis_SHRD2.pdf)>). In dottrina, cfr. A. BASON, *Institutional investors and asset managers' long-term engagement under the SRD II: a comparative study between Italy and the UK*, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3734384> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3734384>; D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, cit., 19 ss.

<sup>36</sup> Al riguardo, puntualmente, D. KATELOUZOU-K. SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, cit., 26-27.

<sup>37</sup> Cfr. R.J.GILSON-J.N.GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in 113 Colum. L. Rev. 863, 2013, 874 ss.

<sup>38</sup> Cfr. M. BARZUZA ET AL., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, forthcoming, So. Cal. L. Rev. (2020), disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3439516](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3439516); R. G. ECCLES-S. KLIMENKO, *The Investor Revolution*, in *Harvard Business Review*, 2019, <https://hbr.org/2019/05/the-investor-revolution>; A. ZAKRZEWSKI ET AL., *Managing the Next Decade of Women's Wealth*, BCG Women in Wealth, Aprile 2020: "Tracey Woon, vice chairman of UBS Wealth Management for the Asia-Pacific region, said

hanno gli incentivi più forti a che gli intermediari integrino effettivamente i parametri ESG nelle strategie di investimento<sup>39</sup>.

Ci si chiede allora se le dichiarazioni in tema di sostenibilità contenute nella politica di impegno, una volta conosciute o conoscibili dal pubblico, possano far sorgere dei profili di responsabilità in capo agli amministratori degli intermediari (soprattutto qualora una specifica politica di impegno sia stata annunciata, ma poi non è stata realizzata), nonché se i beneficiari finali abbiano la legittimazione ad agire e per quale danno.

Sotto il primo profilo, una risposta affermativa si può ricavare proprio dalla giurisprudenza di legittimità qui annotata. Si ritiene, infatti, che il ragionamento svolto dalla Suprema Corte con riguardo ai regolamenti interni (esteso ai codici di autodisciplina) possa essere applicato altresì alla politica di *engagement*. Anche in questo caso è la società che decide se dotarsene, ma una volta che viene elaborata e resa pubblica, gli amministratori sono vincolati alla sua osservanza, la quale costituisce parte integrante di un adeguato sistema di *governance* dell'intermediario. Si giunge, quindi, alle medesime conclusioni: il mancato rispetto delle dichiarazioni in tema ESG contenute nella *engagement policy* pubblicata da investitori istituzionali e asset manager integra una violazione dell'obbligo di corretta

---

< Women do not just want to boost the bottom line; they also want to help develop the communities we live in, by investing in education, health care, and our planet >. In our survey, 64% of women said that they factor environmental, social, and governance (ESG) concerns into their investment decisions. As women accrue greater wealth, such topics factor even more heavily in their thinking"; G. TETT, *Millennial Heirs to Change Investment Landscape*, Fin. Times, (Sep. 20, 2018), <https://www.ft.com/content/59f6562a-786d-11e8-af48-190d103e32a4>.

<sup>39</sup> J. G. RUGGIE, *Corporate Purpose in Play: The Role of ESG Investing*, HKS Faculty Research Working Paper Series RWP19-034, 2019, <https://www.hks.harvard.edu/publications/corporate-purpose-play-role-esg-investing>; A. MOONEY, *Biggest asset managers attacked over role in climate change*, in Financial Times, 11 gennaio 2020, rileva come un numero rilevante di fondi pensione clienti dei principali asset managers utilizzi parametri ESG nella selezione dei propri investimenti; infine in BlackRock, *Sustainability: The tectonic shift transforming investing*, 2020, disponibile su <https://www.blackrock.com/us/individual/insights/blackrock-investment-institute/sustainability-in-portfolio-construction>, si osserva che l'incorporazione dei fattori di sostenibilità nella costruzione dei portafogli rappresenta un "tectonic shift" in grado di trasformare il settore del risparmio gestito.

amministrazione da cui può discendere la responsabilità dei componenti dell'organo gestorio (così come del collegio sindacale in ipotesi di omessa vigilanza).

Sotto il secondo profilo, occorre premettere che i clienti finali godono generalmente di una limitata tutela giudiziaria rispetto agli amministratori degli intermediari finanziari<sup>40</sup>. In realtà, la situazione è significativamente diversa a seconda della forma giuridica prescelta come veicolo di gestione collettiva del risparmio e, cioè, del modello (societario o contrattuale) secondo il quale è organizzato il gestore. Nel primo caso (Sicav e Sicaf) l'investitore è un'azionista e pertanto dispone di tutti gli strumenti di tutela che discendono dal rapporto sociale. Nei fondi comuni di investimento, invece, l'investitore – attraverso il Regolamento del fondo – instaura unicamente un rapporto contrattuale con la Sgr. Invero in questa sede, alla luce dell'assoluta marginalità del fenomeno di Sicav e Sicaf nel mercato italiano<sup>41</sup>, la questione viene affrontata a proposito dei fondi comuni d'investimento. Sul punto, la dottrina prevalente<sup>42</sup> e l'unica giurisprudenza che si è espressamente pronunciata a riguardo<sup>43</sup> ritengono che il partecipante a un fondo di investimento non sia legittimato all'esercizio di una azione di responsabilità nei confronti degli amministratori della Sgr, non

---

<sup>40</sup> A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, op. cit., 1793.

<sup>41</sup> Cfr. R. LENER-C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal tuf*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 385; P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 6, 2015, 1138 ss.; nonché P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, R. D'Apice (a cura di), Bologna, 2016, 748, che parla di "assoluto insuccesso dell'istituto italiano delle Sicav".

<sup>42</sup> G. FERRI JR, *L'incapienza dei fondi comuni di investimento tra responsabilità patrimoniale e responsabilità per danni*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, R. D'Apice (a cura di), Bologna, 2016, 722 ss.; ID., *Gestione dell'investimento e responsabilità*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, E. Ginevra (a cura di), Torino, 2019, 130 ss.; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, cit., 739 ss.; S. CORSO, *Azione di responsabilità per danni al fondo comune di investimento e legittimazione ad agire*, in *Giur. Comm.*, 3, 2016, 619 ss.; S. CICCHINELLI, *Danno e patrimonio nel sistema dei fondi comuni di investimento*, in *Corr. Giur.*, 2016, 841.

<sup>43</sup> Si tratta di Trib. Milano, 11 maggio 2015, in *Società*, 2015, 1132 ss.

potendo trovare applicazione l'art. 2395 c.c.<sup>44</sup>. La conclusione è sostenuta essenzialmente da due argomentazioni, tra loro significativamente differenti<sup>45</sup>. Secondo la prima, la legittimità di iniziative risarcitorie dei quotisti verso gli amministratori sarebbe preclusa dalla titolarità esclusiva del fondo in capo alla Sgr. In base a questa tesi, i sottoscrittori non hanno azione nei confronti degli amministratori della Sgr per i danni subiti dal fondo, perché tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello (separato) del fondo di cui non sono titolari, con la conseguenza che il pregiudizio che si ripercuote sul valore della quota sarebbe solo un “danno riflesso”, come tale non risarcibile *ex art. 2395*<sup>46</sup>. Tale impostazione non può essere condivisa<sup>47</sup>. Al contrario, in forza della posizione di terzietà assunta dai quotisti rispetto ai rapporti sociali (e, quindi, al capitale sociale), nonché della separazione patrimoniale *ex lege* tra fondo e patrimonio della società, il danno al fondo sembra integrare proprio una fattispecie tipica di danno “diretto” per il singolo sottoscrittore<sup>48</sup>. D'altra parte, si

---

<sup>44</sup> Non mancano le posizioni di segno contrario. Si vedano in particolare P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit.; ID., *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico finanziario*, M. Cera-G. Presti (diretto da), I, Bologna, 2020, 609 ss.; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni d'investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 5, 2016, 1115 ss.; nonché parrebbe R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2020, 208. Infine, Trib. Milano, 21 aprile 2017, in *Soc.*, 2017, 1148 ss. seppure in *obiter dictum* sembra implicitamente non escludere la legittimazione dei partecipanti all'esercizio dell'azione *ex art. 2395 c.c.* contro gli amministratori della Sgr.

<sup>45</sup> P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., 610 le definisce “argomentazioni (quasi) diametralmente opposte”.

<sup>46</sup> Cfr. Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit., secondo cui “i partecipanti al fondo non hanno azione nei confronti degli amministratori della SGR per i danni che il fondo abbia subito (es.: vendita di un bene del fondo a prezzo inferiore al suo valore) perché tali danni non ineriscono al loro patrimonio, ma a quello – che è separato – del fondo, di cui non sono titolari ed il danno che si ripercuote sul valore della quota è solo un danno riflesso, come tale non risarcibile in base ai principi generali”; nonché S. CORSO, *op. cit.*

<sup>47</sup> In proposito, si vedano le critiche di P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit.; L. SEMINARA, *op. cit.*; P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, in *Società*, 2015, 10, 1132 ss.

<sup>48</sup> P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit., nt. 107, correttamente evidenzia che: “la soluzione si mostra poco condivisibile — finendo per costituire una traslazione impropria dell'art. 2395 c.c. al problema analizzato — già ove si consideri soltanto che, nel sistema societario, il termine di raffronto per la

considerano diretti tutti i danni che non si producono “immediatamente” sul patrimonio sociale, inclusi quelli che risultano sì “mediati”, ma da un patrimonio dal primo autonomo. Di conseguenza, il danno arrecato al fondo – e quindi a una massa patrimoniale autonoma dal patrimonio della società – per definizione pregiudica “direttamente” i partecipanti al fondo, in quanto non è mediato dal patrimonio sociale. Altrimenti detto, è vero che il pregiudizio si produce tramite il fondo, ma colpisce esclusivamente la sfera giuridica dei quotisti, non anche, ed è proprio questo il punto, quella della società di gestione<sup>49</sup>. La seconda argomentazione evidenzia l'impossibilità di esercitare l'azione individuale *ex art. 2395 c.c.* nei confronti degli amministratori della Sgr tutte le volte in cui il danno per cui si chiede il risarcimento sia derivato dall'inadempimento da parte della stessa Sgr di obblighi contrattuali o legali verso i partecipanti. In altre parole, si circoscrive l'applicabilità della disposizione agli atti “interni” di organizzazione, gli unici direttamente imputabili agli amministratori, a esclusione per converso dell'attività di gestione del fondo, che è riferita giuridicamente in via diretta ed esclusiva alla società di gestione e non anche a coloro che materialmente la svolgono<sup>50</sup>. Tale ragionamento sembra corretto e coerente con il consolidato orientamento giurisprudenziale secondo cui il creditore non può agire contro gli amministratori ai sensi dell'art. 2395 c.c. quando la società si sia resa volontariamente inadempiente<sup>51</sup>. Tuttavia, è una considerazione che non rileva rispetto alla fattispecie su cui si è pronunciata la Cassazione

---

*natura “diretta” o “riflessa” del pregiudizio è il patrimonio sociale, con il quale il quotista, per definizione, non ha rapporti”.*

<sup>49</sup> Cfr. G. FERRI JR, *op. cit.*, 720.

<sup>50</sup> Cfr. Trib. Milano, 11 maggio 2015, cit.: “*Né i partecipanti al fondo hanno azione contro gli amministratori della SGR per il risarcimento dei danni derivanti dall'inadempimento degli obblighi previsti dal contratto con la SGR o dall'art. 36 comma 5 TUF, poiché il referente di quegli obblighi e della responsabilità prevista ex lege, nonché correlativamente legittimato passivo della relativa azione, è soltanto la SGR e non i suoi amministratori, terzi rispetto a detti rapporti*”. In dottrina, G. FERRI JR, *op. cit.*, 721 afferma la necessità che il danno “*sia cagionato da un atto che, anche nei confronti dei terzi, risulti <giuridicamente> riferibile [agli amministratori], e non anche alla società*”; nonché P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, cit.

<sup>51</sup> Cfr. P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori di SGR*, cit.

nelle sentenze in commento. Nel nostro caso, infatti, viene lamentata la violazione non di un obbligo contrattuale o legale della Sgr verso i quotisti, ma del dovere di corretta amministrazione che grava in capo ai membri dell'organo gestorio. Da questa angolatura, non sussistono dubbi che la *mala gestio* del fondo o l'inadempimento all'obbligo di predisporre assetti organizzativi adeguati realizzino il presupposto – necessario ai fini dell'attivabilità dell'art. 2395 c.c. – che la condotta lesiva afferisca alle attività poste in essere dell'amministratore nell'esercizio della sua funzione, dato che la gestione del fondo costituisce un segmento essenziale e qualificante dell'incarico dell'amministratore di Sgr<sup>52</sup>.

Stante quindi l'ammissibilità in astratto dell'azione di cui all'art. 2395 c.c., ci si può brevemente soffermare sul terzo profilo, verificando se dalla inosservanza delle dichiarazioni contenute nella *engagement policy*, specie in tema di sostenibilità, possa effettivamente discendere un danno diretto per l'investitore finale. In proposito, si osserva che l'art. 2395 storicamente nasce proprio da fattispecie di informazione inesatta (in particolare relativa ai dati contenuti nel bilancio di esercizio)<sup>53</sup> ed è considerato “*il centro di un sistema di responsabilità civile eretto a tutela dell'esattezza informativa*”<sup>54</sup>. In questa prospettiva, la politica di *engagement* è il veicolo attraverso cui gli intermediari forniscono agli investitori finali informazioni circa il loro impegno rispetto a, tra l'altro, obiettivi di sostenibilità. In caso di inosservanza delle dichiarazioni contenute nella policy, si può allora ipotizzare che l'investitore con preferenze di investimento legate ai fattori ESG possa subire un danno rappresentato anzitutto – come nelle ipotesi tipiche di danno da informazione economica inesatta – dalla lesione della propria autonomia contrattuale, non avendo potuto determinarsi liberamente

<sup>52</sup> Cfr. P. SPOLAORE, *Gestione collettiva del risparmio e responsabilità*, cit.

<sup>53</sup> Si vedano, *ex multis*, G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 325 ss.; F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le operazioni bancarie*, G.B. Portale (a cura di), I, Milano, 1978, 292; G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 147 ss.; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, 215 ss.

<sup>54</sup> Così P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 337. Si veda altresì F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Milano, 2011, 275, che nell'ambito della disciplina dell'art. 2395 c.c. inquadra il “danno al risparmio”.

nelle scelte riguardanti il proprio patrimonio, a causa delle informazioni inveritiere derivanti dalla condotta degli amministratori<sup>55</sup>. In applicazione delle regole generali del diritto civile, è comunque sempre necessario che l'inadempimento degli amministratori sia stato la causa del pregiudizio patito dall'investitore e, quindi, nel nostro caso, non è sufficiente una qualsiasi inottemperanza rispetto alla politica di impegno, ma occorre che l'attività dell'organo gestorio si sia tradotta in un comportamento non conforme ai criteri di sostenibilità così come descritti nella policy<sup>56</sup>. Una ipotesi che si può immaginare è quella in cui nella politica di impegno – in conformità alla decisione di investire il capitale anche in ragione di obiettivi sociali, che devono pertanto essere integrati nei processi di ricerca, analisi e selezione degli investimenti – si dichiara di escludere dai propri investimenti le imprese che abbiano un impatto sociale negativo. In tale contesto, l'intermediario finanziario che nell'assemblea della partecipata voti favorevolmente all'acquisizione di una società operativa in un Paese che viola sistematicamente i diritti umani, non solo disattende la policy, ma lede anche gli interessi non finanziari del sottoscrittore che ha investito con l'intenzione di generare un impatto sociale. In riferimento alla sostenibilità ambientale, invece, un esempio può essere rappresentato dall'investitore istituzionale che contravvenga alla dichiarazione di non effettuare investimenti diretti in società che generano più del 25% dei loro ricavi dalla produzione di carbone termico, considerato un prodotto ad elevato rischio per l'ambiente<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazioni finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 226, laddove specifica come in questo caso l'interesse tutelato trovi protezione nell'art. 41 Cost.

<sup>56</sup> D'altro canto, come attentamente osservato da M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, Destinato agli Scritti in onore di Vincenzo Di Cataldo, 2021, la formula ESG – ricomprendendo al suo interno profili ambientali, sociali e di buon governo societario – si riferisce a interessi disomogenei, tendenzialmente non coincidenti e spesso neppure coerenti tra loro. La stessa nozione di “sostenibilità” compendia sia fattori “sociali” sia fattori “ambientali”, che all'atto pratico rischiano di entrare in collisione, potendo il perseguimento di finalità sociali andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa. Di conseguenza, è essenziale che l'intermediario finanziario decida e comunichi con precisione quali obiettivi di sostenibilità intende perseguire, in che misura e con quali modalità.

<sup>57</sup> L'esempio è tratto dalla lettera annuale indirizzata dai top manager di BlackRock (il più grande asset manager del mondo), ai propri clienti nel 2020 (BlackRock, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, 2020),



Il tema – che merita sicuramente ulteriori e numerosi approfondimenti rispetto alla limitatezza di queste note – si inserisce all’interno del più ampio dibattito circa l’individuazione di strumenti giuridici che possano contribuire effettivamente alla transizione verso un’economia più sostenibile. Solo un adeguato sistema di *enforcement*, del resto, consente ai precetti in materia di sostenibilità di spostarsi da una dimensione meramente retorica e declamatoria al piano della vincolatività giuridica. La responsabilizzazione degli amministratori degli intermediari finanziari nel considerare i fattori ESG nel processo di corretta gestione dell’investimento si muove in questa direzione per un triplice ordine di ragioni. *In primis*, all’evidenza, si pone a tutela degli interessi particolari dei beneficiari finali, consentendo a questi ultimi di reagire dinnanzi all’operato dei gestori quando sia negligente perché non conforme agli impegni da questi assunti in tema di sostenibilità. In secondo luogo, agevola il contenimento di pratiche di c.d. *socialwashing* o *greenwashing* che sono lesive dell’interesse generale all’integrità del mercato<sup>58</sup>. Da ultimo, consente di rafforzare il ruolo che gli investitori istituzionali – in forza della partecipazione sempre più significativa nella proprietà delle società quotate di tutti i

---

laddove si legge: “*we are in the process of removing from our discretionary active investment portfolios the public securities (both debt and equity) of companies that generate more than 25% of their revenues from thermal coal production, which we aim to accomplish by the middle of 2020. [...] In addition, BlackRock’s alternatives business will make no future direct investments in companies that generate more than 25% of their revenues from thermal coal production*”.

<sup>58</sup> Sulle strategie di c.d. “*socialwashing*” o “*greenwashing*”, D. LENZI, *La finanza d’impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2021, 121, nt. 21: “*L’espressione «greenwashing» – a cui si è poi ispirato il corrispondente «socialwashing» – è un neologismo tratto dal verbo «whitewash» che significa imbiancare e che è inteso, in questo contesto, nell’accezione di velare, nascondere. Con tale espressione si fa riferimento alla pratica di costruire un’immagine positiva in termini di impatto ambientale del prodotto, servizio o attività d’impresa, non corrispondente a realtà*”; nonché E. GLIOZZI, *op. cit.*, che le definisce come “*operazioni di marketing volte a dare una patina di verde e di responsabilità sociale alle strategie di investimento che i fondi intraprendono*”.

più importanti mercati finanziari<sup>59</sup> – possono giocare nella promozione all'interno degli emittenti di una *corporate governance* sostenibile<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> C. MAYER, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, cit., 120 li definisce come “*the largest owners of financial capital*”, evidenzia come: “*There is currently over \$70 trillion in assets under management by institutional investors*”. L. E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism: A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future* (September 26, 2019). U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-39, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3462454> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3462454>, rileva invece che: “*Institutional investors wield over 75% of stockholder voting power*”. In ambito europeo, CENTRO STUDI E RICERCHE ITINERARI PREVIDENZIALI IN COLLABORAZIONE CON BORSA ITALIANA, *Quaderno di approfondimento 2019. Investire in Italia: attivare le potenzialità del PaInvestitori istituzionali e asset alternativi: buone pratiche e strumenti per investire in economia reale*, 11 riporta che: “*L'aggregato degli asset totali degli investitori istituzionali (asset manager, fondi pensione e assicurazioni) ha ormai superato a livello europeo i 40 trilioni di euro raggiungendo una dimensione simile a quella del sistema bancario*”.

<sup>60</sup> L. E. STRINE JR., *op. cit.* Si veda altresì G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 1, 2020, 51 ss.