

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

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

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

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 ABBIAPPORTATO 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 PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Il contributo della *stewardship* al raggiungimento degli obiettivi del mercato unico dei capitali: spunti di riflessione

SOMMARIO: 1. Origini delle pratiche di *stewardship* e quadro normativo di riferimento. – 2. La nozione di *engagement*. – 3. Il principio del *comply or explain*. – 4. *Stewardship* e mercato unico dei capitali. – 5. Limiti e sfide per una piena efficacia della *stewardship* nella realizzazione del mercato unico dei capitali.

1. Origini delle pratiche di stewardship e quadro normativo di riferimento

Fra i principali obiettivi sottesi all'istituzione dell'Unione dei Mercati di Capitali, preminenza va senz'altro riconosciuta all'intento di favorire il finanziamento della crescita economica, la creazione di un sistema finanziario più stabile e resiliente, nonché l'indirizzare i risparmi verso investimenti produttivi e a lungo termine.

Obiettivo del lavoro è verificare in che termini le pratiche di *stewardship* possano contribuire alla realizzazione di tali obiettivi.

A tal proposito, si evidenzia che le pratiche di *stewardship*, se analizzate dal punto di vista del diritto del mercato finanziario¹, si sostanziano nel complesso di attività che gli investitori istituzionali pongono in essere per monitorare l'operato delle società in cui investono, al fine di tutelare e accrescere il valore dell'investimento nel lungo periodo nell'interesse dei beneficiari finali². Nello specifico, la *stewardship*, contrariamente al c.d. attivismo speculativo, attento a realizzare, attraverso l'imposizione di cambiamenti rapidi, profitti a breve termini, si fonda sul dialogo e sul monitoraggio costruttivo (c.d. *engagement*)³.

¹ Diversamente, in una prospettiva di diritto societario, la *stewardship* assurge a strumento diretto a migliorare il governo dell'emittente partecipato nell'interesse dei suoi azionisti. Così M. CORGATELLI, *La disciplina della stewardship: profili ricostruttivi*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 454.

² Così S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderni Giuridici Consob n. 19, 2019, 56 ss.; e M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1355 s.

³ Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 56 ss.

In altri termini, l'intermediario, tramite l'adozione delle pratiche di *stewardship*, diviene parte del processo di corretta gestione dell'investimento, discostandosi, ove necessario e in quanto maggiormente coinvolto nelle società partecipate, dalle indicazioni ricevute dai propri clienti⁴.

Tuttavia, per lungo tempo, la *stewardship*, in assenza di una disciplina legislativa specifica, è stata considerata una pratica di *soft law*. Solo grazie al recepimento della SRD II (Direttiva (UE) 2017/8289) e, in particolare, con l'introduzione nel TUF degli artt. 124-*quater* ss. tali pratiche hanno trovato una collocazione normativa nel nostro sistema ordinamentale, senza nel contempo, come meglio si vedrà nel prosieguo, assurgere al rango di veri e propri obblighi fiduciari, ma in ogni caso ricoprendo il ruolo di regole comportamentali che, sebbene non vincolanti, si concretizzano in un invito rivolto ai gestori di attivi ad un esercizio "consapevole" e "assiduo" di poteri/facoltà agli stessi già spettanti in quanto soci⁵.

2. La nozione di engagement

Fra le disposizioni introdotte in sede di attuazione della SRD II, rilievo determinante assume l'art. 124-*quinqes* che, sia pure in maniera generica, regola i comportamenti richiesti agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi. In particolare, tale disposizione, al comma 1, impone a tali soggetti di adottare e rendere pubblica una *engagement policy*, contenente la descrizione con cui l'impegno degli azionisti si integra nella politica di investimento, monitorando le società partecipate su questioni quali strategia, *performance*, rischi, struttura del capitale, impatto sociale e ambientale e governo societario.

Come affermato, *ratio* della disposizione richiamata è di assicurare una più incisiva funzione di supervisione sulla gestione da parte degli azionisti, soprattutto se istituzionali⁶, rendendo meno asfittica la partecipazione alla vita sociale.

⁴ M. CORGATELLI, *op. cit.*, 454.

⁵ Così espressamente S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo fra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022, 16 s.

⁶ Così G. BALP, *Sub art. 124-quinquies*, in V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, Padova, 2020, 958.

Partitamente, la politica di impegno, a cui i commi 1 e 2 della disposizione in esame fanno riferimento, si articola su due differenti piani: quello relativo alla trasparenza informativa che opera all'interno dell'organizzazione della società partecipate, attraverso il monitoraggio e il dialogo con queste ultime e con i loro diversi *stakeholders*, la collaborazione con gli altri azionisti e l'esercizio dei diritti di voto e delle altre prerogative di *voice* eventualmente connesse alla partecipazione detenuta⁷; e quello della informazione di *follow up* sulle modalità di attuazione della politica di impegno, contenuta nella relazione annuale, a mezzo della quale i gestori e/o gli investitori istituzionali vengono "responsabilizzati", soprattutto in ordine alla gestione del diritto di voto, ovvero ad esercitare tale diritto in maniera "consapevole"⁸.

3. *Il principio del comply or explain*

Come affermato in dottrina⁹, l'art. 124-*quinques* opera sul piano della *disclosure* delle libere scelte del gestore di attivi. Difatti, i commi 1 e 2 della disposizione in esame dapprima richiamati vanno letti in combinato disposto con il successivo comma 3, a mente del quale è possibile sottrarsi alle regole sull'*engagement* o non adottare alcuna politica di *engagement* ovvero adottarne una che non preveda

⁷ A proposito del diritto di voto, come correttamente rilevato (M. MAUGERI, *op. cit.*, 1356), la disposizione in esame riconosce al gestore un'ampia discrezionalità nel decidere in quali assemblee esprimere il proprio voto, atteso che consente di escludere ogni informativa nel caso di voti ritenuti "non significativi" in relazione all'oggetto della votazione o all'entità della partecipazione detenuta; di talché diviene evidente come l'interesse tutelato dalla norma non è quello della società partecipata, bensì quello dei clienti finali del gestore.

⁸ Per una analisi delle diverse forme di impegno si rinvia a S. CARBONARA, S. GILOTTA, *La politica di impegno degli investitori istituzionali*, in *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights 2: commentario al d.lgs. 49/2019*, F. RAFFAELE, E. RUGGIERO (a cura di), Padova, 2021, 233 ss.

⁹ M. CORGATELLI, *op. cit.*, 464 e nota 56, ove l'Autore richiama il considerando 17 della Direttiva a cui si deve l'introduzione dell'art. 124-*quinques*, ove si afferma che la politica di impegno *dovrebbe* illustrare quali attività di impegno i gestori *scelgono* di condurre; nonché la relazione di accompagnamento allo schema di decreto di attuazione della medesima Direttiva nella quale si afferma che la politica di impegno descrive *se e in quale modo* gli investitori istituzionali intendono dialogare con le società partecipate.

l'impegno ad esprimere il voto, a esercitare il controllo sul *management* o a coordinarsi con altri azionisti o *stakeholder*, a patto che vengano indicate le ragioni di non *compliance*. In altri termini, ciò che non può essere messo in discussione dai gestori di attivi è l'obbligo di indicare le motivazioni per le quali si è ritenuto di non adottare o di non dover rispettare la politica di impegno resa pubblica.

A tal proposito, va preliminarmente rammentato che il principio del *comply or explain* è una tecnica di regolamentazione già nota al diritto societario, specialmente in materia di *corporate governance*¹⁰: anziché imporre regole rigide e universalmente vincolanti (*hard law*), vengono individuate un insieme di buone pratiche o di obblighi informativi, lasciando ai destinatari la scelta di conformarsi a esse ("*comply*") o discostarsene, fornendo però una spiegazione pubblica, chiara e motivata delle ragioni della mancata adesione ("*explain*")¹¹.

Come nel diritto societario, anche con l'introduzione delle pratiche di *stewardship* nel TUF, la finalità è quella di promuovere la trasparenza e la responsabilità (*accountability*) senza ingessare le strategie di investimento. La flessibilità è essenziale, poiché le caratteristiche di un investitore possono giustificare approcci diversi all'*engagement*¹². La spiegazione permette al mercato, ai clienti e alle

¹⁰ La giurisprudenza, sebbene in un contesto analogo come quello della relazione sul governo societario (art. 123-*bis* TUF), ha contribuito, con la propria elaborazione, a chiarire la portata di tale principio. Nello specifico, è stato sottolineato che l'obbligo di "spiegare" non può essere soddisfatto tramite "espressioni generiche o formalistiche"; inoltre, un'informativa rituale e standardizzata può risultare fuorviante (*misleading*) per il mercato. La finalità sarebbe, insomma, quella di assicurare che il mercato sia informato su ogni divergenza dalle *best practice*, poiché l'insieme di tali scostamenti fornisce un quadro del reale assetto di governo societario dell'emittente. In effetti, si evidenzia ancora, una relazione che non rappresenta fedelmente le modalità con cui le decisioni sono assunte può considerarsi come "decettiva per gli investitori": v. in tal senso spec. Appello Venezia, 17 novembre 2023, n. 2271, in *Onelegale*.

¹¹ La qualità della spiegazione è cruciale per l'efficacia del principio. A tal proposito, il Codice di Corporate Governance offre un modello di riferimento affinché l'indicazione delle ragioni della mancata adesione sia esaustiva. Esso richiede alle società che si discostano da una raccomandazione di descrivere: (a) come la pratica è stata disattesa; (b) i motivi dello scostamento; (c) come la decisione è stata presa; (d) se lo scostamento è temporaneo; (e) l'eventuale comportamento alternativo adottato e come esso contribuisca al buon governo societario.

¹² Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 24.

autorità di vigilanza di valutare la coerenza e la fondatezza delle scelte strategiche dell'investitore¹³.

In questa prospettiva, come affermato in dottrina, l'art. 124-*quinquies*, pur rafforzando rispetto agli strumenti di *soft law* le regole in tema di *stewardship*, non introduce obblighi minimi di impegno, trattandosi di una norma di mera trasparenza: con essa, difatti, non vengono riconosciuti ai gestori di attivi nuovi diritti o nuove prerogative, quanto piuttosto l'invito a un esercizio "assiduo" e "consapevole" di poteri o facoltà già ad essi spettanti in quanto azionisti, di talché l'*engagement*, non essendo vincolante, non assurge a obbligo, poiché l'investitore istituzionale "conserva la facoltà, condizionata al rispetto della regola del *comply or explain*, di non adottare alcuna politica di *engagement*, ovvero di adottarne una che non preveda l'impegno ad esprimere il voto, a esercitare il controllo sul *management* o a coordinarsi con altri azionisti o *stakeholder*"¹⁴.

Non può, allo stesso tempo, ignorarsi che, stando al dato letterale del comma 3 dell'art. 124-*quinquies*, ove il riferimento è alla possibilità di "non adempiere *ad una o più* delle disposizioni" dettate in tema di politiche di impegno e non evidentemente a tutte, la norma non legittimi una totale "inerzia" del gestore¹⁵, potendo un siffatto atteggiamento rivelarsi fonte di responsabilità per il gestore medesimo.

In altri termini, deve escludersi che il gestore di attivo possa adottare una "condotta totalmente passiva"¹⁶, potendosi individuare altre disposizioni attraverso le quali delineare un contenuto minimo di impegno che dovrà essere assicurato in favore dei clienti, partitamente in punto di esercizio di diritto di voto¹⁷, in tema di conflitto di

¹³ Un approccio simile è adottato dal Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) in materia di informativa sulla sostenibilità. L'articolo 4, paragrafo 1, stabilisce che i partecipanti ai mercati finanziari devono pubblicare una dichiarazione sulle loro politiche di dovuta diligenza riguardo ai principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità oppure, se non li prendono in considerazione, devono fornire "una chiara motivazione di tale mancata considerazione".

¹⁴ In tal senso cfr. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo fra la società quotata e i suoi azionisti*, cit., 16 s.

¹⁵ Così espressamente M. MAUGERI, *op. cit.*, 1360.

¹⁶ Così espressamente M. CORGATELLI, *op. cit.*, 464.

¹⁷ Così ancora M. CORGATELLI, *op. cit.*, 465, il quale con riferimento al diritto di voto richiama l'art. 35-*decies*, lett. e), TUF, da cui si evince che l'*engagement* non può prevedere una rinuncia sistematica all'esercizio di tale diritto, occorrendo di volta

interessi¹⁸, nonché relativamente al monitoraggio delle società partecipate e al dialogo extra-assembleare con i rispettivi organi di amministrazione¹⁹.

In questa prospettiva, è agevole concludere che l'esercizio dei poteri legati agli strumenti finanziari di cui dispone il gestore di attivi costituisce l'oggetto di una vera e propria funzione essenzialmente improntata alla tutela di un interesse altrui²⁰, assumendo così le vesti di un potere-dovere²¹.

Deve tuttavia evidenziarsi che il modello prescelto dal nostro legislatore, ancorché adottato anche in molti altri sistemi ordinamentali, non va esente da critiche. La principale debolezza risiede nel rischio che le spiegazioni fornite siano inadeguate, generiche o meramente formali (c.d. approccio del *box-ticking*), vanificando così l'obiettivo di trasparenza sostanziale. L'esperienza di alcuni codici di *stewardship*, come quello britannico, ha, difatti, mostrato come le spiegazioni per la non adesione fossero spesso deludenti e come il codice venisse largamente ignorato dagli investitori stranieri²².

A quanto innanzi rilevato deve poi aggiungersi che la soluzione adottata con l'introduzione della regola del *comply or explain* da parte

in volta una valutazione dell'interesse da tutelare. In tal senso è anche R. LENER, *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2019, 509 s. Sul punto cfr. altresì G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1108, il quale, sempre a proposito del diritto di voto, evidenzia che, sebbene la formulazione dell'art. 124-*quinques*, co. 1, sia generica, non può tuttavia non considerarsi che il riferimento ai diritti di voto contenuto nella norma è alle modalità di esercizio di detti diritti, non essendo richiesta l'indicazione delle preferenze in ordine al sistema di *governance* in base al quale eserciterà il diritto di voto medesimo. V., ancora, M. MAUGERI, *Proxy advisor, esercizio del voto e doveri «fiduciari»*, in *Orizzonti*, 2016, 3, secondo cui ove si ravvisasse un vero e proprio obbligo di voto verrebbe meno la complementarietà fra la garanzia dell'*exit* e quella di *voice*.

¹⁸ Su cui si rinvia ancora a M. CORGATELLI, *op. cit.*, 466 s. e nota 70.

¹⁹ Su tali profili si rinvia a M. MAUGERI, *Proxy advisor, esercizio del voto e doveri «fiduciari»*, cit., 12 s.

²⁰ M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., 1355 s. Sul punto cfr. altresì M. STELLA RICHTER jr., *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), Torino, 2010, 801.

²¹ R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 320.

²² Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 10.

del comma 3 dell'art. 124-*quinques* finisce per dare origine a una "pressione sociale" sull'intermediario il quale, dovendo fare i conti con le scelte effettuate dagli altri gestori di attivi e/investitori istituzionali concorrenti, potrebbe incorrere in un pregiudizio "reputazionale", ove optasse per una rinuncia totale ad adottare una politica di impegno²³.

4. *Stewardship e mercato unico dei capitali*

Delineati sommariamente i tratti essenziali della *stewardship*, resta da verificare in che termini dette pratiche possano ritenersi rilevanti ai fini della realizzazione dei principali obiettivi sottesi alla creazione del Mercato Unico dei Capitali.

Come in apertura si è avuto modo di sottolineare, uno degli scopi primari del Mercato Unico dei Capitali è superare lo "*short-termism*" che ha, per lungo tempo, caratterizzato i mercati finanziari²⁴.

Orbene, come dapprima evidenziato, in questa direzione è, proprio, la SRD II, il cui esordio trova le proprie radici nell'idea che un maggiore impegno degli azionisti possa favorire una crescita di valore equilibrata e sostenibile nel lungo periodo²⁵. Sulla scia della Direttiva, si pone la disciplina interna sull'*engagement*, il cui obiettivo, sebbene implicito²⁶, è proprio quello di incentivare un orizzonte temporale più lungo, richiedendo agli investitori istituzionali di comunicare come la loro strategia di investimento sia coerente con il profilo e la durata delle proprie passività e ai gestori di attivi di strutturare la propria politica di

²³ In tal senso espressamente M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, cit., 1360. Così anche S. CARBONARA, S. GILOTTA, *op. cit.*, 255, a parere dei quali, proprio in una logica di trasparenza, le informazioni offerte al mercato consentono agli investitori di effettuare una scelta più consapevole dei soggetti a cui affidare i propri risparmi.

²⁴ Cfr. M. CORGATELLI, *op. cit.*, 460. S'aggiunga che, nel documento ESMA 30-22-762 del 18 dicembre 2019, l'ESMA ha rilevato che, sebbene l'impegno a lungo termine sia sempre più diffuso tra gli investitori, non è comunque chiaro se la SRD II sarà in grado di aumentare l'integrazione di considerazioni di valore a lungo termine nelle scelte di investimento.

²⁵ S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 19 s.

²⁶ Nell'art. 124-*quinques* non vi è difatti alcun riferimento al lungo termine. E ciò diversamente dalla Direttiva, ove in molti passaggi, la politica di impegno è esplicitata come pressione ad indirizzare le società quotate verso una prospettiva di lungo termine. Così espressamente M. CORGATELLI, *op. cit.*, 460 s.

impegno allineando le decisioni di investimento a valutazioni di medio-lungo termine.

Anche con riferimento all'obiettivo di creare, attraverso una gestione più trasparente delle imprese, un mercato dei capitali più efficiente, un ruolo importante può essere ancora una volta riconosciuto alla *stewardship*. E difatti, attraverso un dialogo costante e l'esercizio informato del diritto di voto, i gestori di attivi possono influenzare le scelte di governo delle società partecipate, promuovendo all'interno di esse una maggiore responsabilizzazione degli organi di governo, che vada oltre il semplice rispetto formale delle regole, ovvero garantendo una maggior trasparenza sulle scelte di gestione²⁷.

In altri termini, la *stewardship*, assicurando il dialogo con gli azionisti unitamente ad un esercizio consapevole dei diritti di voto, crea un circolo "virtuoso": da un lato gli investitori istituzionali e/o i gestori di attivi richiedono, mediante la politica di impegno adottata, trasparenza e buon governo; dall'altro, le società partecipate, al fine di attrarre capitali, sono incentivate a migliorare le proprie prassi governative.

Non meno incisivo è il ruolo delle pratiche di *stewardship* nella prospettiva di sostenere gli investimenti nell'innovazione e contribuire alla duplice transizione verde e digitale.

È in atto, difatti, una maggiore integrazione delle valutazioni ESG nella selezione degli investimenti: attraverso tale pratica, gli investitori individuano le migliori (e le peggiori) pratiche di mercato in tema di *governance* e sostenibilità socio-ambientale, per definire il peso degli investimenti nei vari emittenti/settori; una volta selezionati i titoli in cui investire e, definitone il peso sulla base delle pratiche ESG, gli investitori ne monitorano l'effettivo progresso verso l'allineamento con le *best practice* o i propri principi di sostenibilità²⁸ e, eventualmente,

²⁷ Così ancora S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 21 ss., a cui si rinvia anche per un'analisi dettagliata dei codici di *stewardship* adottati in altri ordinamenti, primi fra tutti quelli di *common law* inglese e statunitense.

²⁸ Del resto, una siffatta tendenza sarebbe coerente con il più ampio quadro normativo europeo, come il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (2018) e le direttive sulla rendicontazione di sostenibilità (NFRD e CSRD), che mirano a riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili e a promuovere la trasparenza.

intervengono attraverso il dialogo o il voto assembleare per sollecitarne un cambiamento²⁹.

Più in generale, l'informazione contenuta nelle politiche di impegno potrebbe rendere il sistema finanziario dell'Unione più stabile, resiliente e competitivo.

5. Limiti e sfide per una piena efficacia della stewardship nella realizzazione del mercato unico dei capitali

Non può, in ogni caso, non considerarsi che l'attività di *engagement* ha un costo significativo e che dei benefici che da essa promanano si avvantaggiano anche gli azionisti rimasi inerti. Circostanze che disincentivano l'impegno da parte degli investitori istituzionali, soprattutto qualora dotati di portafogli diversificati.

A questo deve aggiungersi che, in molti casi, gli investitori, intrattenendo rapporti commerciali con le singole società partecipate, potrebbero essere indotti ad assecondare le scelte gestorie, anche a scapito dei propri sottoscrittori; così come potrebbero essere orientati a favorire società nelle quali hanno effettuato un investimento più consistente³⁰.

Sotto tale profilo, tuttavia, l'art. 124-*quinques* può venire in soccorso, atteso che, come dapprima evidenziato, tale disposizione, al comma 4, richiede la trasparenza in merito alla gestione di tali conflitti. Norma che, sebbene non introduca profili di doverosità in capo ai gestori di attivi, va interpretata, come in precedenza già evidenziato, alla luce dei doveri fiduciari che incombono sugli intermediari a prescindere dalla disposizione in tema di *stewardship* e che, in tal caso, pur esplicandosi nel rapporto fra intermediario ed emittente, devono

²⁹ La normativa sull'*engagement*, integrata dal Regolamento SFDR e dal Regolamento Tassonomia (Reg. UE 2020/852), obbliga gli investitori a considerare e comunicare come integrano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle loro strategie (Reg. UE 2019/2088).

³⁰ R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, cit., 323. Così anche F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. soc.*, 2013, 218.

comunque essere improntati alla salvaguardia degli interessi sottesi al rapporto che intercorre fra intermediario e clienti³¹.

Nello stesso tempo, come nelle pagine precedenti già evidenziato³², la comunicazione al pubblico della propria politica di impegno (benché non costituente un obbligo per il gestore di attivi) unitamente alla *disclosure* sulle ragioni della disapplicazione generano una “pressione sociale” sull’intermediario che, dovendo fare i conti con il comportamento assunto dagli altri investitori concorrenti, è senza dubbio maggiormente indotto a rispettare la politica di impegno prescelto, onde evitare di incorrere in un eventuale pregiudizio reputazionale che ne potrebbe derivare.

In questa prospettiva, è possibile affermare che la *stewardship* rappresenta un pilastro fondamentale della strategia europea per la realizzazione dell’Unione dei Mercati dei Capitali. Attraverso la promozione di un impegno attivo e responsabile da parte degli investitori istituzionali, facilitato da meccanismi flessibili come il “*comply or explain*”, il legislatore europeo mira a correggere l’orientamento al breve termine dei mercati, a migliorare la governance delle imprese e a orientare i flussi di capitale verso gli obiettivi di sostenibilità. Sebbene l’efficacia di questo strumento sia condizionata da sfide significative, la *stewardship* rimane il meccanismo designato per trasformare il ruolo degli investitori, rendendoli attori chiave nella costruzione di un sistema economico e finanziario europeo più stabile, competitivo e sostenibile.

³¹ Così espressamente M. CORGATELLI, *op. cit.*, 468; cui *adde* M. MAUGERI, Proxy advisor, *esercizio del voto e doveri «fiduciari»*, cit., 12 s., il quale qualifica l’interesse del cliente come la bussola che deve orientare l’*agere* del gestore di attivi.

³² *Supra* § 3.