
DOTTRINA

Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines

Fonte: **Rivista delle Società**, fasc.5-6, 1 OTTOBRE 2021, pag. 1100

Autori: **Giovanni Strampelli**

(*) Sommario: 1. Premessa. — 2. Due fattori di cambiamento: la centralità degli obiettivi ESG e la maggiore concentrazione degli assetti azionari. — 3. Le corporate guidelines adottate dagli investitori istituzionali. — 4. Le index exclusion policies. — 5. Osservazioni conclusive: la standardizzazione delle strategie ESG e i rischi anticoncorrenziali della concentrazione del mercato del risparmio gestito.

1. Nei numerosi studi dedicati alla materia, Paolo Montalenti, più volte (1), ha sottolineato l'importanza dei Codici di autodisciplina evidenziando — come efficacemente sintetizzato in uno degli scritti più recenti (2) — che è ormai largamente condivisa l'opinione secondo la quale « il sistema di *self-regulation* [rappresenta] uno strumento apprezzabile di stimolo per il rafforzamento della *corporate governance* attraverso la valutazione del mercato ». Tale virtuoso meccanismo, osserva ancora Paolo Montalenti (3), riposa, anzitutto, sul principio c.d. *comply or explain* (4) in forza del quale al mercato è affidata « una funzione disciplinare di “induzione all'adempimento” », in quanto un'insufficiente attuazione delle raccomandazioni del Codice può esporre l'emittente alla valutazione negativa dei soci e, soprattutto, degli investitori istituzionali.

Per quanto una siffatta positiva valutazione del ruolo dei codici di autodisciplina sia largamente condivisibile, la pubblicazione, nel gennaio 2020, della nuova versione del Codice di *corporate governance* ha, tuttavia, ravvivato il dibattito sul ruolo delle fonti di *soft law* che ha visto, nel tempo, autorevoli voci critiche sull'effettiva capacità dei codici di incidere sulle scelte delle società aderenti e, in ultima analisi, sul comportamento dei loro amministratori (5).

A dare nuova linfa alla discussione è stata, in particolare, l'introduzione nel Codice di *corporate governance* — nella scia dell'ampio dibattito sul *purpose* della società e della ormai irreversibile centralità assunta dai c.d. fattori ESG — della definizione di successo sostenibile che è indicato quale «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società».

Su tale nozione — la cui introduzione rappresenta, secondo molti, la principale novità contenuta nella più recente versione del Codice — si impernano diversi principi e raccomandazioni. Anzitutto, per quanto concerne il ruolo del consiglio di amministrazione, l'articolo 1 del Codice prevede che «l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile» (Principio n. 1) e raccomanda altresì che l'organo di amministrazione «definisc[a] la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici della società, includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società» (Raccomandazione n. 1) (6). Allo scopo di adeguatamente incentivare l'organo amministrativo ad una siffatta condotta, l'articolo 5 del Codice riconosce il perseguimento del successo sostenibile come un cardine del regime delle remunerazioni. In particolare, il richiamato articolo 5 prevede in tal senso che «la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del *top management* è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società» (Principio n. 15) e raccomanda che gli obiettivi di *performance* ai quali è legata l'erogazione delle componenti variabili siano «coerenti con gli obiettivi strategici della società e (...) finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari» (Raccomandazione n. 27). Infine, in linea con le raccomandazioni già richiamate, l'articolo 6 del Codice, nel delineare gli obiettivi del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, prevede che esso «è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società» (Principio n. 18).

La definizione di “successo sostenibile” e l'insieme dei principi e delle raccomandazioni che su di essa si basano hanno, tuttavia, sollevato diverse perplessità circa la loro reale efficacia: secondo alcuni commentatori, infatti, la nozione in esame è troppo generica e, in quanto tale, non è suscettibile — neppure per effetto delle richiamate indicazioni del Codice che ad essa rinviano — di incidere sulle scelte degli amministratori, fondando, al più, una mera aspirazione (7).

Sembrando che tale valutazione sia, in effetti, fondata, l'analisi delle ragioni di inadeguatezza della statuizione del successo sostenibile non può, tuttavia, arrestarsi al tenore letterale del Codice. L'indicazione del successo sostenibile come obiettivo del consiglio di amministrazione dischiude, infatti, più ampi interrogativi — sinora non

adeguatamente considerati — che incidono sugli obiettivi e sul ruolo dei codici di autodisciplina, nel quadro di un contesto significativamente mutato rispetto a quello in essere al tempo della loro originaria introduzione, a partire dal Codice Cadbury nel 1992.

2. Anzitutto, nella prospettiva appena indicata, è da tenere in considerazione che l'introduzione della definizione di successo sostenibile nel Codice determina un radicale mutamento di orizzonte. Con tale modifica si prende atto, infatti, che, nell'attuale contesto in cui alle società è con sempre maggiore insistenza richiesto di giocare un importante ruolo nella transizione verso un modello economico maggiormente sostenibile, dotarsi di un adeguato sistema di *corporate governance* costituisce soltanto uno degli obiettivi ai quali deve tendere la società, la quale è altresì chiamata ad integrare nelle proprie strategie e decisioni anche fattori sociali e ambientali, sicché dalla promozione delle c.d. buone pratiche di *corporate governance* si è passati al perseguimento degli obiettivi c.d. ESG.

A fronte di tale radicale mutamento, un primo interrogativo concerne, pertanto, l'adequatezza dei codici di *corporate governance* a perseguire obiettivi afferenti agli ambiti *social and environmental*.

Sul punto è stato, di recente, notato che molti dei Codici adottati nei Paesi europei (sul modello dello *UK Corporate Governance Code*: il primo a segnare, con decisione, una svolta in tal senso nel 2018) indicano il perseguimento del successo sostenibile quale obiettivo della società e raccomandano, a tal fine, il coinvolgimento degli *stakeholders* (8). Nonostante ciò, pur non potendosi escludere che i Codici possano, eventualmente, integrare le previsioni di legge in relazione ad alcuni profili (ad esempio: chiarendo le competenze in materia di sostenibilità richieste ai componenti dell'organo amministrativo) (9), dubbi persistono sull'effettiva capacità dei Codici di autodisciplina di favorire, effettivamente, il perseguimento di obiettivi in materia ambientale e sociale.

In primo luogo, come reso evidente dalla loro stessa denominazione, le raccomandazioni di autodisciplina sono concentrate sulla *governance* e possono influire sulle decisioni in materia ambientale e sociale soltanto indirettamente, per lo più attraverso il canale dei compensi degli amministratori, come confermano le indicazioni in tal senso contenute in numerosi Codici (10). In secondo luogo, ancor più incisiva appare l'obiezione che la limitata efficacia dei Codici di *corporate governance* in tale prospettiva è imputabile (anche) all'assenza di adeguati meccanismi di *enforcement* (11), in mancanza dei quali l'applicazione delle raccomandazioni di autodisciplina può risolversi in un mero *box ticking*, capace di favorire fenomeni di c.d. *greenwashing*.

Sembra, inoltre, doversi prendere atto che gli obiettivi in materia ambientale e sociale non si prestano a formare oggetto delle raccomandazioni di autodisciplina per un duplice ordine

di ragioni.

In primo luogo, come emerge anche dal dibattito in materia di informazione e *rating* di sostenibilità, in molti casi non esistono criteri standardizzati di *performance* ai quali ancorare eventuali raccomandazioni (12); inoltre, gli obiettivi in materia ambientale e sociale (in misura molto più accentuata rispetto a quelli di *governance*) sono difficilmente definibili in via generale, presentando, sotto diversi profili, specificità settoriali.

Su un piano più generale ed ancor più rilevante, inoltre, non sembra eludibile il fatto che, di regola, politiche in materia sociale ed ambientale possono essere effettivamente implementate dagli amministratori soltanto qualora tale scelta sia condivisa e promossa dai soci, i quali conservano il potere di eleggere ed, eventualmente, rimuovere i componenti dell'organo amministrativo (13).

Queste ultime considerazioni, ponendo l'accento sul centrale ruolo dei soci, impongono di prendere in considerazione i riflessi del progressivo mutamento degli assetti proprietari delle società quotate sul ruolo dei codici di autodisciplina. Adattando all'attuale contesto uno spunto avanzato Guido Rossi circa venti anni or sono (14), è, in particolare, da interrogarsi sul(la centralità del) ruolo dei codici di condotta nei contesti in cui gli investitori sono — in ragione dell'entità delle partecipazioni detenute e, più in generale, della loro capacità di influenza — in grado di esercitare un monitoraggio sulle società oggetto di investimento ed incidere, entro certi limiti, sulle scelte di queste ultime. Il ruolo dei Codici — i quali definiscono pratiche di “buona” *corporate governance* che “sintetizzano” le preferenze dei soci rimettendone l'applicazione all'auto-determinazione degli emittenti — deve ritenersi, infatti, più significativo qualora i soci, a causa della loro dispersione, non sono in grado di esercitare un effettivo monitoraggio sul *management* e di influenzarne le scelte (15).

Come è noto, negli ultimi anni, la composizione dell'azionariato delle società quotate ha registrato nei principali Paesi un andamento di segno decisamente opposto per effetto di un duplice ordine di fattori. In primo luogo, è in continua crescita il peso degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società quotate, come dimostra plasticamente, nel caso italiano, il fatto che tali investitori detengono ormai la maggioranza dei voti esercitati nell'assemblea di alcune delle maggiori società quotate italiane (16). Inoltre, il crescente peso degli investitori istituzionali ha dato luogo ad un significativo aumento del grado di concentrazione della proprietà delle società quotate in forza del progressivo consolidamento registrato nel settore del risparmio gestito (17) determinato dall'affermazione di alcuni investitori istituzionali di dimensioni globali e, in particolare, dei gestori dei fondi c.d. passivi che replicano determinati indici azionari di riferimento (18). Il combinarsi di questi fattori ha fatto sì che i più grandi investitori istituzionali e, in particolare, le c.d. *Big Three* (ossia BlackRock, Vanguard e StateStreet) figurino tra i primi

azionisti della maggioranza delle società quotate nei principali mercati mondiali.

In secondo luogo, i gestori di *index fund*, di regola, non possono ricorrere all'*exit* in caso di disaccordo con il *management* — essendo costretti dalla strategia di investimento impiegata a mantenere in portafoglio le azioni delle società comprese nell'indice di riferimento — e sono perciò maggiormente inclini (sebbene le evidenze empiriche disponibili siano contrastanti sul punto (19)) ad esercitare un monitoraggio sulle società oggetto di investimento mediante l'esercizio del diritto di voto e la conduzione di iniziative di *engagement*. E ciò anche in ragione delle preferenze di una parte sempre più ampia degli investitori finali che hanno crescenti aspettative riguardo all'integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento e di *stewardship* messe in atto dagli *asset manager* (20).

Dato il concorrere di tali fattori, i maggiori investitori istituzionali sono, pertanto, in grado di rappresentare in modo più incisivo le proprie istanze e di influenzare le decisioni del *management*, come dimostra l'accresciuta frequenza con la quale si registrano iniziative di *engagement* — anche mediante il coordinamento di più investitori istituzionali (21) e forme di “cooperazione” tra *asset managers* e fondi attivisti (22) — in risposta a decisioni in materia ESG non condivise ovvero al fine di promuovere la considerazione di tali fattori da parte delle società oggetto di investimento.

A fronte di ciò, va, tuttavia, considerato che, nonostante il loro crescente impegno nelle attività di *engagement*, i più grandi investitori istituzionali largamente diversificati sono in grado di attuare iniziative “company-specific” soltanto in relazione ad una minima parte delle decine di migliaia di società che detengono in portafoglio, atteso anche il limitato numero di risorse impiegate negli *stewardship teams* e fermo restando che, in ogni caso, un monitoraggio capillare delle società partecipate — ove mai concretamente realizzabile — comporterebbe costi elevatissimi, non sostenibili neppure dagli investitori di maggiori dimensioni (23).

Sebbene tale circostanza rappresenti una potenziale limitazione della funzione di monitoraggio che gli investitori istituzionali possono svolgere sulle società oggetto di investimento, va considerato che i maggiori *asset managers*, e, in particolare, quelli che hanno una parte consistente delle masse amministrate investite in fondi passivi, possono, in considerazione della rilevante entità delle partecipazioni detenute, influenzare la condotta delle società partecipate anche senza attuare interventi diretti ma, semplicemente, rappresentando le proprie preferenze, nell'implicito presupposto che la mancata considerazione di queste ultime può determinare una reazione mediante l'espressione di un voto contrario, l'avvio di iniziative di *engagement* o l'appoggio di iniziative più aggressive da parte di fondi attivisti.

In questa prospettiva assume centrale importanza la prassi, ormai largamente diffusa tra gli investitori istituzionali, di adottare *stewardship* e *proxy voting guidelines* (c.d. *corporate guidelines*) — un generico riferimento alle quali è contenuto nello stesso Codice di autodisciplina (24) — che riflettono le loro aspettative e forniscono alle società partecipate una preventiva indicazione dei criteri in base ai quali gli investitori adotteranno le loro decisioni di voto. Ad esempio, i *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles* adottati da Legal&General — il maggiore *asset manager* del Regno Unito — espressamente affermano che essi delineano « expectations with respect to topics we believe are essential for an efficient governance framework, and for building a sustainable business model » (25).

Nel caso dei fondi passivi, alle linee guida adottate dai relativi gestori si affiancano quelle adottate dai gestori degli indici azionari che tali fondi assumono come *benchmark*. Gli *index provider*, infatti, in molti casi non si limitano a modificare la composizione dell'indice in base al peso di ciascuna azione (individuato secondo i criteri preventivamente indicati e, di norma, in termini di capitalizzazione) ma regolano l'inclusione e l'esclusione dei titoli dagli indici anche sulla base di parametri diversi concernenti le performance ESG delle società. I criteri dettati dagli *index provider*, al rispetto dei quali sono condizionati l'ingresso e la permanenza negli indici, possono perciò influenzare in modo significativo la condotta delle società, attesi i benefici che queste possono trarre dall'inclusione in uno o più indici (26).

Alla luce di quanto sin qui osservato, sembra pertanto potersi concludere che le *guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali e *index provider* costituiscono una rilevante fonte di *soft law* non soltanto in materia di *corporate governance* ma, più in generale, con riferimento ai profili ESG nel loro complesso.

3. Come già accennato, le *corporate guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali illustrano le preferenze dei medesimi sui profili di *corporate governance* e, in modo sempre più diffuso, in materia ambientale e sociale. Più precisamente, i principali investitori internazionali adottano, di regola, una serie di principi di *stewardship* globali, applicabili alle imprese partecipate indipendentemente dal Paese di residenza, e *proxy voting guidelines* regionali che declinano i principi di portata generale sulla base delle specificità caratterizzanti i contesti regolatori nazionali (27). Tali *guidelines* hanno perciò contenuto e finalità diverse rispetto ai codici di *stewardship* adottati in diversi Paesi, tra i quali l'Italia, in quanto questi ultimi, come noto, sono destinati agli investitori istituzionali e definiscono *best practices* che essi possono seguire, sulla base del principio *comply or explain*, nell'assolvimento dei loro doveri di *stewardship*.

Tanto premesso, è da osservare che l'esplicitazione nelle *corporate guidelines* delle preferenze dell'investitore in merito ai diversi profili ESG non è espressamente prevista

dalle norme di attuazione della Direttiva (UE) 2017/828 sui diritti degli azionisti (c.d. SHRD II). In particolare, l'art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF, relativo alla “politica di impegno”, prevede che questa descrive, tra l'altro, le modalità con cui gli investitori « esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni ». La formulazione della prescrizione è sufficientemente generica da lasciare agli *asset manager* un significativo margine di discrezionalità in merito alla sua applicazione e, in particolare, al grado di dettaglio delle informazioni che devono essere fornite, come risulta confermato dalla prassi che evidenzia significative diversità di contenuto ed analiticità tra le indicazioni in materia di *voting* contenute nelle *policies* di impegno.

Fermo restando tale grado di flessibilità, va, tuttavia, considerato che il dettato normativo, nel fare riferimento ai diritti di voto, si riferisce esclusivamente alle modalità di esercizio dei medesimi, come, ad esempio, il ricorso ai *proxy advisors*, i criteri di scelta delle società nelle quali esercitare il voto (potendo, ad esempio, essere escluse le società aventi la sede in Paesi nei quali è richiesto, ai fini dell'esercizio del voto, il blocco dei titoli per periodi ritenuti eccessivi) nonché le procedure interne adottate per la definizione dell'orientamento di voto. L'adempimento dell'obbligo di cui all'art. 124-*quinquies*, comma 1, TUF non sembra, pertanto, richiedere l'indicazione delle preferenze dell'investitore istituzionale in relazione al sistema di *governance* ed alle politiche in materia sociale ed ambientale in base alle quali eserciterà i diritti di voto.

Simili considerazioni possono, del resto, essere estese, nel contesto statunitense, alla *section 206(4)-6* dell'*Investment Advisers Act* del 1940, in base alla quale gli *investment adviser* di cui alla *section 203* devono adottare ed attuare « written policies and procedures that are reasonably designed to ensure that you vote client securities in the best interest of clients, which procedures must include how you address material conflicts that may arise between your interests and those of your clients » nonché descrivere ai clienti le « proxy voting policies and procedures ». In base al suo tenore letterale, non sembra, infatti, che da tale norma possa desumersi il dovere di esplicitare preventivamente le preferenze dell'investitore in relazione alle diverse tematiche ESG: analogamente a quanto previsto dalla SHRD II, infatti, la *section 206(4)-6* dell'*Investment Advisers Act* richiede di illustrare le modalità di esercizio dei diritti di voto per conto dei clienti, soprattutto al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse (28).

Ciò detto, una ricognizione delle *guidelines* adottate da numerosi investitori istituzionali (e, in particolare, da quelli di maggiori dimensioni) evidenzia che esse indicano, in modo dettagliato, le preferenze di tali investitori riguardo agli assetti di *governance* e, più in generale, alle strategie ESG delle società partecipate (29). Come è stato osservato (30), in tal modo le *guidelines* non sono destinate soltanto ad assolvere gli obblighi di trasparenza previsti per legge nei confronti dei clienti ma sono, sempre di più, utilizzate dagli investitori istituzionali anche per “comunicare” con le società partecipate.

Tanto è affermato chiaramente, ad esempio, dagli *Investment Stewardship Global Principles* adottati da BlackRock ove si precisa che le « *issue-specific Guidelines published for each region/country in which we vote are intended to summarize BlackRock's general philosophy and approach to issues that may commonly arise in the proxy voting context in each market where we invest* ». Le *guidelines* non indicano, quindi, come BlackRock voterà in ogni occasione riguardo alle materie oggetto delle stesse ma, piuttosto, riflettono la « *view about corporate governance issues generally, and provide insight into how [BlackRock] typically approach[es] issues that commonly arise on corporate ballots* » (31).

Il centrale ruolo assunto dalle *corporate guidelines* adottate dagli investitori istituzionali è, certamente, riconducibile alle evoluzioni del mercato del risparmio gestito in precedenza evidenziate.

In primo luogo, ciò è conseguenza della progressiva affermazione dei fondi di investimento passivi e del conseguente esponenziale aumento del numero delle società i titoli delle quali figurano nel portafoglio dei principali gestori. A fronte di una simile evoluzione, le *guidelines* consentono agli investitori istituzionali di assolvere l'obbligo di esercitare in modo informato i diritti di voto per conto dei propri clienti senza sopportare gli oneri connessi ad un'analisi *company-specific* per ciascuna delle società in portafoglio, che determinerebbe, evidentemente, oneri non sostenibili (32).

L'adozione di *corporate guidelines* consente di limitare il sostenimento di tali oneri anche in altro modo. Considerato il peso che i principali investitori hanno nell'azionariato di molte società quotate, l'esplicitazione delle loro preferenze mediante le *guidelines* permette di esercitare un certo grado di influenza sulle società partecipate. Il fatto che tali investitori indichino che, tendenzialmente, voteranno contro determinate proposte e il conseguente rischio che queste non siano approvate — considerata anche l'eventualità che pure altri soci si allineino alle preferenze manifestate nelle *guidelines* dei principali investitori istituzionali — può, infatti, indurre gli amministratori ad adeguare le proposte alle indicazioni contenute nelle *guidelines* ovvero a non sottoporre al voto proposte che, con elevata probabilità, potrebbero essere respinte (33).

Sebbene l'esigenza di contenere i costi legati al monitoraggio delle società in portafoglio e all'assolvimento dei doveri fiduciari nei confronti dei propri clienti siano determinanti per il ricorso alle *corporate guidelines* (34), è da osservare come tale tendenza trovi anche ulteriori motivazioni nella prospettiva dei gestori di fondi passivi connotati da un grado elevato di diversificazione del portafoglio.

Data la necessità di riprodurre un indice di riferimento e la conseguente limitata possibilità (ovvero, in alcuni casi, l'impossibilità) di selezionare le società oggetto di investimento in

base alle loro caratteristiche in termini di redditività e rischio, per i gestori di fondi passivi, al fine di accrescere il rendimento degli investimenti gestiti, è essenziale agire sui rischi sistemici che possono influenzare negativamente il valore di portafoglio (35). Ciò giustifica l'implementazione di strategie di c.d. *systematic stewardship* (36) volte a favorire l'applicazione di determinate *policies* di prevenzione e riduzione dei rischi sistemici di portafoglio con l'obiettivo aumentare il rendimento atteso del portafoglio nel suo complesso, pur potendo tali *policies* non attagliarsi o, addirittura, incidere negativamente sul rendimento e sul valore di alcune società (37).

L'adozione delle *guidelines* risulta uno strumento particolarmente efficace a tal fine in quanto consente (con il sostenimento di costi limitati) di influenzare la condotta delle società partecipate, limitando iniziative *company-specific* ai casi in cui ricorrono particolari criticità (legate ad una determinata operazione o alle peculiarità della singola società) che non possono essere oggetto di linee guida indirizzate alla generalità delle società in portafoglio (38).

L'utilizzo in tale prospettiva delle *guidelines* contribuisce altresì a spiegare il progressivo ampliamento dell'oggetto delle medesime, le quali, pur rimanendo prevalentemente focalizzate sui profili di *corporate governance*, attribuiscono crescente rilievo anche alle tematiche ambientali e sociali, considerati fattori di crescente importanza nell'ottica della gestione e del contenimento dei rischi sistemici di portafoglio.

Ciò detto, merita altresì osservare che non fa venir meno l'importanza delle *guidelines* il fatto che l'implementazione di politiche volte al contenimento, in particolare, dei rischi ambientali è influenzata da specificità settoriali e geografiche. Le *guidelines* adottate da numerosi investitori istituzionali, infatti, raccomandano linee di condotta applicabili nei confronti della generalità delle società in portafoglio concernenti strategie di alto livello legate ad obiettivi di portata generale ed alla *disclosure* relativa ai piani avviati in tal senso. Ad esempio, molto frequente è la raccomandazione di adottare determinati principi di rendicontazione di sostenibilità (in particolare, quelli elaborati dal SASB e dal TCFD), ritenuti particolarmente utili per apprezzare il grado di rischio ambientale e sociale al quale sono esposte le singole società e, dunque, l'intero portafoglio (39). Inoltre, sempre più frequente è la richiesta degli investitori istituzionali (avanzata anche mediante le proprie linee guida) alle società di comunicare le misure ed i piani che esse intendono adottare al fine di azzerare le emissioni gas serra entro il 2050 (40).

Tanto osservato è, infine, da notare che al crescente ricorso alle *guidelines* quale strumento di *stewardship* contribuisce anche loro carattere “non ostile” che, in forza delle dinamiche in precedenza descritte, le rende uno strumento di *soft moral suasion* (41). In primo luogo, le *corporate guidelines* consentono di evitare — qualora gli emittenti adottino scelte con esse coerenti e ritenute soddisfacenti — ulteriori iniziative di *engagement*, in

particolare, un confronto con il *board* o i vertici del *management* nonché esplicite manifestazioni di dissenso degli investitori mediante l'esercizio del voto contrario in assemblea o altre iniziative, quali la formulazione di critiche mediante l'invio di lettere o la pubblicazione di *statement* critici. In secondo luogo, in linea con il loro carattere “non ostile”, le *voting guidelines* sono generalmente applicate con un certo margine di flessibilità (42). Ad esempio, le *guidelines* di BlackRock precisano, espressamente, che, sebbene il voto sia normalmente esercitato in coerenza con esse, « analysts may, in the exercise of their professional judgment, conclude that the Guidelines do not cover the specific matter upon which a proxy vote is required or that an exception to the Guidelines would be in the best long-term economic interests of BlackRock's clients » (43).

Un simile grado di flessibilità può, in linea teorica, ridurre l'influenza esercitabile dagli investitori istituzionali sulle società partecipate mediante l'adozione delle *corporate guidelines*. Tuttavia, per quanto un simile effetto non possa essere escluso, la rilevanza dello stesso sembra dipendere, in buona misura, dalle preferenze degli investitori finali. La crescente attenzione di questi ultimi ai profili ESG (44) potrebbe, pertanto, indurre gli asset *managers* ad applicare in modo maggiormente uniforme le *policies* adottate, riducendo le ipotesi di deviazione dalle stesse. Inoltre, una simile condotta potrebbe essere altresì incentivata dalla crescente pressione dell'opinione pubblica sui principali investitori istituzionali, ai quali è frequentamene imputato di tenere comportamenti non in linea con i principi adottati (45).

4. In conseguenza della diffusione di fondi passivi che riproducono determinati indici azionari, un ulteriore strumento suscettibile di influenzare le scelte delle società quotate in relazione ai profili ESG è rappresentato dalle *index exclusion policies* adottate dagli *index providers* ovvero (qualora essi utilizzino indici “autoprodotti”) dagli stessi investitori istituzionali per definire i casi di esclusione dagli indici di riferimento delle società in portafoglio (46).

Atteso che l'esclusione da un determinato indice può incidere negativamente sulla liquidità e le quotazioni (47) nonché sulla reputazione della società, la minaccia dell'esclusione dall'indice in caso di mancato adeguamento ai requisiti previsti per la permanenza del medesimo, determina una rilevante “spinta” per le società ad adeguarsi a questi ultimi (48). Ciò è confermato da recenti evidenze empiriche relative al più importante indice azionario statunitense (: lo Standard&Poor 500), le quali mostrano che l'inclusione in esso ha un notevole effetto sulle *policies* di *corporate governance* delle società che tendono ad adeguarsi agli *standards* delle altre società comprese nell'indice (49).

Tanto osservato in linea generale ed esulando dai fini delle presenti note l'analitica disamina di tali profili, è opportuno in questa sede richiamare l'attenzione su due aspetti che paiono assumere particolare rilievo nella prospettiva sin qui indicata.

Anzitutto, va tenuto presente che la crescente diffusione di fondi passivi attribuisce un ruolo sempre più rilevante agli *index providers* e, soprattutto, ai tre operatori principali del settore, MSCI, S&P Dow Jones Indices e FTSE Russell, che detengono una quota di mercato pari all'80%. Mediante la definizione dei criteri di inclusione in un determinato indice gli *index providers* sono in condizione di assumere la posizione di veri e propri *gatekeepers* in grado di orientare le condotte delle società quotate in modo, per certi versi, ancor più incisivo degli stessi investitori istituzionali (50).

Una simile influenza è conseguenza del fatto che le decisioni di esclusione di una società dall'indice assunte dagli *index provider* determinano, necessariamente, la vendita del titolo da parte dei gestori di fondi passivi che replicano tale indice. Pertanto, le decisioni di investimento o disinvestimento, seppur formalmente adottate dall'investitore, sono, di fatto, riconducibile alla decisione assunta dall'*index provider*. Tale effetto è ancor più evidente, peraltro, nell'ipotesi, assai ricorrente, di indici creati su misura ed utilizzati da un singolo fondo di investimento (51). Proprio il consolidarsi di tale “specializzazione” degli indici — la cui diffusione è, sinora, limitata in Europa per effetto delle indicazioni dettate dall'ESMA (52) — ha dato luogo, negli Stati Uniti, ad un acceso dibattito sulla regolazione applicabile agli *index provider* che, secondo alcuni, dovrebbero essere assoggettati alla disciplina degli *investment adviser*, quantomeno in relazione ai fondi creati su misura per un singolo cliente o per un numero ristretto di clienti (53).

Un secondo aspetto meritevole di attenzione è rappresentato dalla diffusione di *index funds* correlati a indici — elaborati dagli *index providers* o dagli stessi gestori (: si parla in tal caso di *self indexed funds* (54)) — che prevedono criteri di selezione relativi non soltanto alle dimensioni ed alle performance finanziarie degli emittenti ma anche alla soddisfazione da parte dei medesimi di parametri ESG (55); più precisamente, sono presenti sul mercato sia “versioni ESG” dei più noti indici azionari sia indici specializzati focalizzati su alcune specifiche variabili (56). Un esempio di questi ultimi è costituito dal *Gender Diversity Index ETF* di StateStreet che investe nelle società che presentano il più elevato grado di *gender diversity* nel *board* e nel *senior management* (57). Inoltre, numerosi indici prevedono l'esclusione delle società che non rispettano i dieci principi previsti dallo *UN Global Compact* volti a promuovere un'economia globale sostenibile (58). Vi sono, inoltre, come già accennato, versioni “sostenibili” dei principali indici azionari che si differenziano dai c.d. *parent index* per l'esclusione di società che operano (e realizzano una parte rilevante dei propri profitti) in settori considerati ad alto rischio — ad esempio, armamenti, tabacco, produzione di combustibili fossili — ovvero violano determinati parametri di sostenibilità o sono oggetto di controversie relative a violazioni in materia sociale e ambientale (59).

Alla luce di quanto appena osservato, la diffusione di ESG *passive funds* ed ETFs può,

dunque, giocare un importante ruolo nel promuovere scelte orientate alla sostenibilità da parte delle società quotate mediante la definizione di *standards* di condotta e parametri in materia ambientale, sociale, e di *corporate governance* al rispetto delle quali sono condizionati l'ingresso e la permanenza in un determinato indice (60). Per effetto della crescente domanda da parte degli investitori di fondi passivi basati su parametri ESG, il rischio di essere esclusi dagli indici di riferimento di utilizzati da questi ultimi, con le possibili negative ripercussioni sulla liquidità e il valore del titolo, può rappresentare un incisivo incentivo al rispetto degli obiettivi ESG definiti dalle *exclusion policies* adottate dagli *index providers* o dagli stessi investitori istituzionali.

Queste ultime rappresentano, pertanto, uno strumento capace di contribuire in modo rilevante al perseguimento di obiettivi ESG e, più in generale, del successo sostenibile. In particolare, è importante sottolineare che le *exclusion policies* necessariamente indicano parametri ESG predefiniti e misurabili, in quanto il loro mancato rispetto determina una modifica dell'indice la quale, a sua volta, si riflette sulla composizione e sul rendimento dei fondi che replicano quell'indice. Tali *policies* si differenziano, per il grado di analiticità che le caratterizza, non soltanto dai codici di *corporate governance* (che come visto si limitano, nel caso italiano, a generali affermazioni di principio) ma anche delle *voting guidelines* adottate dagli investitori istituzionali. Queste ultime, infatti, non soltanto risultano, sotto diversi profili, maggiormente generiche ma soprattutto, come già accennato, sono applicate con un certo grado di flessibilità da parte degli investitori istituzionali.

5. Attualmente, i principali investitori istituzionali, in ragione dell'entità delle partecipazioni detenute, sono in grado di esprimere direttamente le proprie preferenze e di esercitare una significativa influenza sugli amministratori delle società presenti nei loro portafogli. Tale, ormai irreversibile, evoluzione ha condotto ad un maggiore “attivismo” degli investitori istituzionali, che ha determinato non soltanto l'intensificazione delle iniziative di *engagement* — ormai considerate un tratto essenziale del mercato dei capitali (61) — ma anche all'elaborazione da parte degli stessi investitori di linee guida che sintetizzando le loro preferenze in materia di *corporate governance*. Inoltre, nell'ottica del contenimento dei rischi sistematici che possono ridurre il rendimento dei portafogli gestiti, con sempre maggiore frequenza la portata di tale linee guida si è ampliata per comprendere anche tematiche sociali ed ambientali. Per effetto della diffusione dei fondi passivi, alle *proxy voting guidelines* degli investitori istituzionali si affiancano le *exclusion policies* adottate dagli *index providers* che gestiscono gli indici di riferimento utilizzati dai fondi passivi.

Tali *policies* e *guidelines*, rispetto ai codici di autodisciplina, presentano un maggior grado di analiticità e sono caratterizzati, almeno in linea teorica, da un maggior grado di effettività. Mentre il rispetto dei codici di autodisciplina si basa sul principio *comply or explain* — del quale è dubbia la capacità di prevenire un'applicazione meramente formale (c.d. *box ticking*) —, l'accoglimento delle indicazioni contenute nelle *policies* degli investitori

e degli *index provider* dipende direttamente dalla capacità di influenza di tali soggetti che mediante le loro decisioni relative alle scelte di voto ed investimento (nel caso degli investitori) ovvero alla composizione degli indici (nel caso degli *index provider*) possono incidere significativamente sul valore di mercato e sulla reputazione della società. Questa conclusione non sembra sia posta in dubbio dalla circostanza che, come è stato osservato (62), anche l'*enforcement* dei codici di *corporate governance* si basa, essenzialmente, sull'influenza esercitata dalle forze di mercato e, dunque, anzitutto, dagli investitori istituzionali. Appare, infatti, fondato ritenere che le *policies* adottate da questi ultimi e dai gestori degli indici presentino un maggior grado di effettività in quanto sono diretta espressione di tali soggetti e prevedono immediate forme di reazione (mediante l'espressione di un voto contrario o l'esclusione delle azioni della società dall'indice) in caso di mancato adeguamento dalle medesime. Inoltre, mentre le conseguenze "di mercato" della mancata applicazione dei codici di *corporate governance* sono di carattere principalmente reputazionale, come già illustrato, il mancato rispetto delle *guidelines* può avere significative ripercussioni (soprattutto in caso di esclusione dagli indici più rilevanti) sull'andamento di mercato dei titoli della società, oltre che sulla reputazione della medesima.

Ricostruito in tali termini il quadro delineato sulla base delle precedenti osservazioni, è possibile svolgere alcune conclusive riflessioni sulle implicazioni del *trend* appena illustrato.

In primo luogo, merita osservare che la crescente importanza delle *policies* e delle *guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali e gestori di indici sembra uno sviluppo in grado di favorire il processo convergenza, a livello internazionale, dei sistemi di *corporate governance*. Tali nuove fonti di *soft law* sono, infatti, elaborate da operatori internazionali (per lo più di matrice anglosassone) mediante la definizione di principi in materia ESG destinati ad essere applicati a livello globale, pur tenendo conto, in qualche misura, delle specificità dei mercati e delle legislazioni nazionali. In questa prospettiva è, peraltro, decisivo il fatto che i principali investitori istituzionali e gestori di indici operano a livello globale e detengono posizioni di mercato rilevanti in tutti i maggiori mercati finanziari. Ad esempio, la presenza di investitori istituzionali esteri nell'azionariato delle società italiane è cresciuta esponenzialmente negli ultimi anni e risulta attualmente prevalente rispetto a quella degli investitori italiani, soprattutto nelle società di maggiori dimensioni incluse nei principali indici azionari e perciò comprese nel portafoglio dei fondi passivi (63).

Ciò detto, è, peraltro, necessario prendere in considerazione la possibile obiezione secondo cui l'influenza esercitabile dagli investitori istituzionali mediante l'adozione di *policies* potrebbe non essere uniforme nei diversi ordinamenti, dipendendo essa, in particolare, dalla struttura proprietaria delle società. Non può, infatti, escludersi, in linea teorica, che l'influenza esercitata dagli investitori possa risultare meno incisiva nelle società

con un socio di controllo (64).

Il peso assunto dagli investitori istituzionali nell'azionariato delle società quotate, soprattutto per effetto della diffusione dei fondi passivi, induce tuttavia, a rileggere tale profilo in prospettiva parzialmente diversa. L'influenza degli investitori istituzionali sembra, infatti, destinata ad essere rilevante in tutte le società comprese nel portafoglio dei principali fondi passivi, indipendentemente dal fatto che esse abbiano o no uno o più soci di controllo (65). La minaccia dell'esclusione dall'indice e della conseguente vendita del titolo da parte dei fondi passivi che ad esso fanno riferimento costituisce, infatti, un incisivo strumento di influenza anche nei confronti delle società dominate da un socio di controllo, in quanto le conseguenze che tali reazioni da parte degli investitori possono determinare non si arrestano al piano reputazionale — che potrebbe risultare meno rilevante in presenza di un socio forte che detiene il controllo della società — ma sono in grado di incidere in modo significativo sui prezzi delle azioni e sul grado di liquidità delle negoziazioni delle medesime.

Per contro, proprio perché il meccanismo appena descritto dipende principalmente dall'inclusione delle società nei principali indici, il grado di efficacia delle *policies* adottate dagli investitori (e dagli *index provider*) sembra destinato, di regola, ad essere più contenuto nelle società controllate di minori dimensioni o, comunque, escluse dagli indici azionari di riferimento. In tale ambito, più incisivo dovrebbe essere il ruolo dei codici di autodisciplina basati sull'adempimento da parte degli emittenti secondo il principio *comply or explain*. Tuttavia, proprio in tali società viene a mancare la forza motrice dell'*enforcement* di mercato in quanto in esse è più ridotto il grado di monitoraggio degli investitori istituzionali, atteso il loro minor peso nell'azionariato.

Ciò detto, pur dovendosi prendere atto del positivo ruolo che esse possono svolgere al fine di promuovere pratiche di “buona” *corporate governance* nonché un modello economico maggiormente orientato alla tutela dell'ambiente e dei diritti sociali, è necessario considerare le conseguenze del crescente ruolo delle linee guida e delle *policies* adottate dai principali investitori istituzionali e gestori di indici anche nella prospettiva dell'accesso dibattito sugli effetti dell'enorme potere che tali attori hanno accumulato sul piano economico e finanziario.

Come già ricordato, sia il mercato del risparmio gestito sia quello della creazione e della gestione degli indici sono fortemente concentrati, essendo entrambi dominati da un gruppo ristretto composto dai tre principali attori. Se le c.d. *Big Three* del risparmio gestito, BlackRock, Vanguard e StateStreet sono ormai oggetto di numerosi studi, hanno sinora attirato limitata attenzione le tre società che dominano il mercato degli indici, ossia MSCI, S&P Dow Jones Indices e FTSE Russell, per quanto il loro grado influenza sia, probabilmente, anche maggiore considerato che gran parte dei fondi passivi (non soltanto

quelli gestiti dai tre *leader* del settore) sono basati su indici elaborati da tali soggetti.

Potendo contare su una sì ampia posizione di forza, tali operatori sono in grado, per le ragioni in precedenza illustrate, di imporre le proprie preferenze alle società oggetto di investimento.

Essendo tali preferenze, anche mediante la loro formalizzazione in *guidelines* e *policies*, riferite a tutte le società comprese nel portafoglio o nell'indice e riguardando perciò un'ampia parte delle società quotate, gli investitori istituzionali sono capaci di influenzare i mercati e il sistema economico nel loro complesso. In tal senso, è significativa, ad esempio, la crescente spinta esercitata dagli investitori istituzionali sulle società partecipate per l'adozione di politiche volte alla riduzione delle emissioni di gas inquinanti o alla tutela dei lavoratori anche presso le società comprese nella c.d. *supply chain*.

Non essendo in discussione la condivisibilità di tali obiettivi sul piano etico (66), è però da osservare come, in tal modo, le c.d. *Big Three* del risparmio gestito e del mercato degli indici dettino obiettivi di carattere politico, sostituendosi allo stato ed alle autorità pubbliche (67). Una siffatta « new privatization dynamic » (68), ad avviso di alcuni, solleva un *democratic deficit* (69) in quanto tali soggetti — seppur in funzione del fine ultimo di incrementare il rendimento dei portafogli gestiti — utilizzano la loro forza di mercato per perseguire obiettivi di interesse generale (e, dunque, di carattere politico) senza che tale funzione sia attribuita dallo Stato e senza effettive forme di *accountability* che caratterizzano le funzioni pubbliche (70) e con il rischio che possano promuovere politiche in linea con le preferenze dei loro clienti e non con l'interesse della collettività (71). Visto il grado di concentrazione del mercato del risparmio gestito e la condizione di sostanziale oligopolio venutasi in esso a creare, la formalizzazione di *guidelines* e *policies* dirette ad affermare le preferenze di un numero limitatissimo di operatori contribuisce, infatti, in modo significativo al rafforzamento dell'influenza dei medesimi sulla sfera pubblica per effetto del perseguimento di obiettivi in materia sociale ed ambientale che, seppur diretti in prima battuta ad incrementare il rendimento degli investimenti gestiti, incidono sulla collettività in generale.

I timori da taluni avanzati per il consolidarsi di una siffatta sfera di influenza sono, evidentemente, strettamente connessi a quelli relativi ai riflessi anticoncorrenziali dell'elevatissimo grado di concentrazione nel settore del risparmio gestito. Come noto, infatti, sono stati da più parti evidenziati — ma il punto è tutt'altro che pacifico, come dimostra la diversità di opinioni in merito (72) — i potenziali effetti anticoncorrenziali derivanti dalla c.d. *common ownership*, ossia dalla presenza nella compagine sociale delle società operanti in un determinato settore dei medesimi investitori istituzionali (e, in particolare, delle c.d. *Big Three*). In questa prospettiva — lo si è già osservato altrove (73) — l'adozione di *voting guidelines* sostanzialmente uniformi da parte dei principali investitori

istituzionali nonché l'adeguamento delle loro scelte di investimento alle politiche di esclusione definite dai maggiori *index providers* potrebbero amplificare gli effetti anticoncorrenziali della *common ownership* (74).

Le soluzioni proposte per il contrasto di simili potenziali effetti anticoncorrenziali — ad esempio: riduzione delle quote di mercato dei principali investitori istituzionali; rafforzamento dell'*enforcement antitrust* su questi ultimi; limiti alla partecipazione massima da essi detenibile nelle società in portafoglio (75) — si riflettono necessariamente sul ruolo di monitoraggio delle società partecipate esercitato dagli investitori istituzionali. L'effettività dell'azione di questi ultimi sarebbe, infatti, verosimilmente più limitata qualora essi vedessero significativamente ridotta la loro attuale forza di mercato (76).

Più in generale, si registra nel caso di specie un potenziale contrasto tra disciplina antitrust e doveri fiduciari degli investitori istituzionali che determina un nodo difficile da sciogliere (77): per un verso, la limitazione dei potenziale effetti anticoncorrenziali della *common ownership* richiede di limitare la capacità dei *common owners* di influenzare le società partecipate; per altro verso, l'assolvimento dei doveri fiduciari che gli investitori istituzionali hanno nei confronti dei propri clienti presuppone che essi monitorino, anche mediante l'adozione di *guidelines* volte alla riduzione dei rischi sistemici, le società partecipare al fine di contenere le esternalità da esse generate e di aumentare in tal modo il rendimento dei fondi gestiti.

Ancor più in generale, qualora si ravvisi la necessità di interventi volti a contrastare i rischi anticoncorrenziali della *common ownership*, sarebbe necessario trovare un punto di equilibrio tra tale esigenza e quella di consentire — ove pure si ritenga che, per favorire la transizione verso un modello economico maggiormente sostenibile, alla loro azione devono accompagnarsi forme di intervento pubblico — che i principali investitori istituzionali possano assolvere il loro ruolo propulsivo per la transizione verso un modello economico più sostenibile (78); ruolo ampiamente riconosciuto e che, nell'Unione Europea, trova esplicita affermazione nelle strategie adottate dalla Commissione per l'attuazione del c.d. *green deal* (79).

Note:

(*) Il presente scritto è destinato a essere pubblicato, con alcune integrazioni, negli Studi in onore di Paolo Montalenti.

(1) Cfr., ad esempio, P. Montalenti, Società per azioni corporate governance e mercati finanziari, Milano, 2011, 18 ss.

(2) P. Montalenti, Il nuovo Codice di Corporate Governance, in Rivista Corporate Governance, 2021, 40.

(3) P. Montalenti (nt. 2), 40 ss.

- (4) Per una disamina in chiave comparatistica della rilevanza di tale principio si cfr. J. Hill, Transnational migration of laws and norms in corporate governance: fiduciary duties and corporate codes, 2021, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3885195.
- (5) Si veda, in particolare, G. Rossi, Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?, in questa Rivista, 2001, 6 ss.
- (6) Coerentemente con quanto osservato nel testo l'articolo 3 del Codice, relativo al funzionamento dell'organo di amministrazione e al ruolo del presidente, raccomanda che quest'ultimo, unitamente al segretario, curi, tra l'altro, « che tutti i componenti degli organi di amministrazione e controllo possano partecipare, successivamente alla nomina e durante il mandato, a iniziative finalizzate a fornire loro un'adeguata conoscenza dei settori di attività in cui opera la società, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione anche nell'ottica del successo sostenibile della società stessa nonché dei principi di corretta gestione dei rischi e del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento ».
- (7) Si vedano, tra gli altri, M. Stella Richterjr, Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione, reperibile in www.dirittobancario.it, 5 febbraio 2021, secondo il quale « la realtà è che "successo sostenibile", sustainability, long-term, et similia non sono di per loro formule idonee a tradursi in regole operative e meccanismi precettivi »; M. Ventrone, Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità, in Società, 2020, 440 ss. Per una valutazione, in parte, più ottimistica dei potenziali effetti dell'introduzione della nozione di successo sostenibile, pur evidenziando le difficoltà legate alla sua effettiva implementazione, P. Marchetti, Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate, in questa Rivista, 2020, 272 ss.; P. Montalenti (nt. 2), 44 ss.
- (8) G. Ferrarini - M. Siri - S. Zhu, The EU sustainable governance consultation and the missing link to soft law, ECGI Law Working Paper No. 576/2021, 10 ss. Si veda altresì G. Tsagas, A proposal for reform of EU Member states' corporate governance codes in support of sustainability, in Sustainability, 2020, 18 ss.
- (9) G. Ferrarini - M. Siri - S. Zhu (nt. 8), 9.
- (10) Cfr., ad esempio, UK Corporate Governance Code, 2018, art. 5; Belgian Code on Corporate Governance, 2020, principle 7.
- (11) G. Ferrarini - M. Siri - S. Zhu (nt. 8), 11 ss.
- (12) Cfr. P. Marchetti (nt. 7), 272; G. Strampelli, L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità, in corso di pubblicazione in La nuova società quotata. Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance, a cura di P. Montalenti, M. Notari.
- (13) Cfr. J.R. Macey, ESG Investing: why here? Why now?, 2021, 25 ss., reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3942903; anche per ulteriori riferimenti, G. Strampelli, Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock, in questa Rivista, 2020, 53.
- (14) G. Rossi (nt. 5), 16.

(15) G. Rossi (nt. 5), 11.

(16) Cfr. G. Balp - G. Strampelli, Empowering institutional investors in concentrated ownership corporate contexts: the case of Italy, in *South Carolina Journal of International Law and Business*, 2020, 8 ss.

(17) Cfr. G. Steele, The new money trust: how large money managers control our economy and what we can do about it, 2020, 9 ss., reperibile in <https://www.economicliberties.us>. La concentrazione nel settore del risparmio gestito, pur non essendo ancora accentuata come negli Stati Uniti, è crescente anche in Europa: R. Wigglesworth - H. Agnew, Will Europe's asset managers defy the mantra that big is better?, in *Financial Times*, 13 luglio 2021.

(18) Cfr. G. Strampelli, Are passive index funds active owners? Corporate governance consequences of passive investing, in *San Diego L. Rev.*, 2018, 803 ss.

(19) Cfr., ad esempio, D. Heath - D. Macciocchi - R. Michaely - M.C. Ringgenberg, Do index funds monitor?, 2020, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3259433>.

(20) M. Barzuza - Q. Curtis - D. Webber, Shareholder value(s): index fund activism and the new millennial corporate governance, in *Southern California Law Review*, 2020, 1243 ss.

(21) Ad esempio, l'iniziativa Climate Action 100+, alla quale aderiscono oltre 600 investitori istituzionali, organizza regolarmente iniziative di engagement collettivo volte a promuovere la riduzione di emissioni di gas serra da parte delle società più inquinanti.

(22) L'iniziativa più nota è quella condotta recentemente dall'hedge fund Engine n. 1 (focalizzato su tematiche ESG) in relazione alla società petrolifera americana Exxon: pur possedendo una percentuale minimale del capitale della società, il fondo attivista è riuscito, grazie al supporto di alcuni dei principali investitori istituzionali (tra i quali BlackRock, Vanguard and State Street), a nominare 3 amministratori con la finalità di promuovere la riduzione delle attività inquinanti da parte di Exxon. Cfr. M. Phillips, Exxon's board defeat signals the rise of social-good activists, in *The New York Times*, 9 giugno 2021.

(23) Cfr. G. Strampelli (nt. 13), 63 ss.

(24) Secondo la Raccomandazione n. 3 relativa all'articolo 1 del Codice di corporate governance, infatti, l'organo di amministrazione, nell'adozione di una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, tiene «conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi».

(25) Legal&General Investment Management, Global corporate governance and responsible investment principles, marzo 2021, reperibili in https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf.

(26) B. Bennett - R. M. Stulz - Z. Wang, Keeping up with the joneses and the real effects of S&P 500 inclusion, 2021, 14, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3844569>.

(27) Ad esempio, BlackRock adotta gli Investment Stewardship Global Principles e alcune Regional Proxy Voting Guidelines relative ad alcuni paesi specifici o aree continentali. Tali documenti sono reperibili in <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship#guidelines>.

- (28) Cfr. Proxy Voting By Investment Advisors, Investment Advisors Act Release No. 2106, 17 C.F.R. §§ 275 (31 gennaio, 2003). Si veda, inoltre, recentemente, B.S. Sharfman, How the SEC can help mitigate the “proactive” agency costs of agency capitalism, in *American University Business Law Review*, 2019, 6 ss. Sulla previsione dell'art. 124-quinquies TUF si veda G. Balp, Art. 124-quinquies, in *Commentario breve al Testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Padova, 2020, 960.
- (29) Cfr. J.N. Gordon, Systematic stewardship, 2021, 20, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3782814.
- (30) A. Eckstein, The rise of corporate guidelines, 2020, 5, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3705140.
- (31) BlackRock, Investment Stewardship Global Principles, 2021, 13, reperibili in <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship#guidelines>.
- (32) J. N. Gordon (nt. 29), 12 ss.; A. Eckstein (nt. 30), 16 ss.
- (33) A. Eckstein (nt. 30), 18, il quale osserva come « corporations may modify their governance guidelines during the year, not due to shareholders proposals, but based on analysis of corporate guidelines ».
- (34) A. Eckstein (nt. 30), 22 ss.
- (35) J. Armour - J. N. Gordon, Systemic harms and shareholder value, in *Journal of Legal Analysis*, 2014, 35 ss.
- (36) Secondo la definizione coniata da J.N. Gordon (nt. 29), passim.
- (37) J.N. Gordon (nt. 29), 34.
- (38) J.N. Gordon (nt. 29), 34.
- (39) J.N. Gordon (nt. 29), 9, « a fund with a systematic perspective could readily vote in favor of a shareholder initiative calling for disclosure of a company's plan to address climate change risks and other elements relating to “sustainability.” Disclosure leads both to better capital market pricing of the risks in question, which is both informative and disciplinary, and deepens the fund's ability to evaluate systematic risk associated with a particular company's activities ».
- (40) Cfr., ad esempio, BlackRock (nt. 31), 9; Goldman Sachs Asset Management, Policy, Procedures and Guidelines for Global Proxy Voting, 12, reperibili in <https://www.gsam.com>; Legal&General Investment Management (nt. 25), 27. Inoltre, molti dei principali investitori perseguono l'obiettivo di spingere società partecipate alla riduzione delle emissioni di gas inquinanti anche mediante iniziative collettive, quale la Net Zero Asset Managers initiative (cfr. A. Marsh - J. Shankleman, Vanguard, BlackRock join investors pledging to hit net zero, in *Bloomberg*, 29 marzo 2021).
- (41) A. Eckstein (nt. 30), 21, « corporate guidelines designed by institutional investors may give managements an elegant way adopt governance changes without embarrassment ».
- (42) A. Eckstein (nt. 30), 16 ss.
- (43) BlackRock (nt. 31), 11.
- (44) Cfr. supra nt. 20.

(45) Si veda, ad esempio, J. Jolly, BlackRock holds \$85bn in coal despite pledge to sell fossil fuel shares, in *The Guardian*, 13 gennaio 2021.

(46) Sul punto si vedano però le evidenze raccolte da A. Raghunandan - S. Rajgopal, Do ESG funds make stakeholder-friendly investments?, 2021, 12 ss., reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3826357, i quali osservano che « one concern with ESG indices is that the underlying index inclusion methodology is primarily focused on financial performance, in which case labelling such indices as “ESG”-focused amounts to window-dressing. If ESG indices indeed account for compliance violations in index addition decisions, we would expect such additions to reflect a purer focus on underlying ESG practices, rather than on financial considerations because the penalties are almost never financially material for the large firms that comprise our sample ».

(47) Numerose evidenze empiriche segnalano l'effetto di c.d. comovement in forza del quale i titoli compresi nell'indice seguono lo stesso andamento, in termini di liquidità e rendimento, indipendentemente dalle variazioni dei loro “fondamentali”. Cfr. S. Claessens - Y. Yafeh, Additions to market indices and the comovement of stock returns around the world, 2011, 1 ss., reperibile in <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2011/047/article-A001-en.xml>.

(48) Ad esempio, FTSE Russell, uno dei tre principali index provider, ha comunicato a 208 società — pari al 13,5% delle 1546 azioni comprese nella linea di indici sostenibili FTSE 4Good — che sarebbero state escluse dall'indice qualora non avessero rispettato, entro 12 mesi, i parametri ESG previsti dalla exclusion policy. Cfr. S. Johnson, FTSE Russell threatens to expel 208 ESG offenders from FTSE4Good, in *Financial Times*, 15 giugno 2021.

(49) B. Bennett - R.M. Stulz - Z. Wang (nt. 26), 14.

(50) Cfr. J. Petry - J. Fichtner - E. Heemskerk, Steering capital: the growing private authority of index providers in the age of passive asset management, in *Review of International Political Economy*, 2021, 152 ss.; R. Wigglesworth, The index providers are quietly building up enormous powers, in *Financial Times*, 20 gennaio 2020.

(51) A.Z. Robertson, Passive in name only: delegated management and “Index” investing, in *Yale Journal on Regulation*, 2019, 830 ss.

(52) European Securities and Markets Authority, Guidelines for competent authorities and UCITS management companies, ESMA/2014/937EN, 2014, 13, secondo cui « an index should not be considered as being an adequate benchmark of a market if it has been created and calculated on the request of one, or a very limited number of, market participants and according to the specifications of those market participants ».

(53) P.G. Mahoney - A. Robertson, Advisers by another name, 2021, 4, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3767087>, i quali osservano che « the growing popularity of index investing is creating a gray area between the classic index fund and actively managed funds ».

(54) T. Alloway - D. Burger - R. Evans, Index providers rule the world - for now, at least, in *Bloomberg*, 27 novembre 2017, reperibile in

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-27/index-providers-rule-the-world-for-now-at-least>, i quali osservano che « eliminating payments made to third-party index providers may ultimately prove the last step toward reaching the holy grail of zero percent fees ».

(55) Nel 2020, il numero di indici basati su criteri ESG è aumentato del 40% rispetto all'anno precedente. Cfr. Investment Company Institute, *Indexes and how funds and advisers use them: a primer*, 2021, 6, richiamando i dati diffusi dalla Index Industry Association.

(56) B.H. Ahn - J.E. Fisch - P.N. Patatoukas - S. Davidoff Solomon, *Synthetic governance*, 2021, 114 ss., reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3645312>.

(57) Cfr. SSGA, *Gender Diversity Index (SSGAGDI). Index Methodology*, 2021, 9 ss., reperibile in <https://www.ssga.com/library-content/pdfs/ic/self-indexing-ssga-gender-diversity-index-methodology.pdf>, « The SSGA Gender Diversity Index is designed to track the performance of U.S. large-capitalization companies that are leaders within their respective industry sectors in advancing women through gender diversity on their boards of directors and in senior leadership positions (...) the Index is comprised of all companies that are eligible for inclusion based on the ratio-based criteria and which have at least one female in one of the following positions in the company as of the most recent index rebalance determination date: Chief Executive Officer, chairperson, or member of the board of directors ».

(58) Cfr., ad esempio, MSCI, *ESG screened indexes. An off-the-shelf approach to ESG screens*, 2019, reperibile in <https://www.msci.com/esg-screened-indexes#:~:text=An%20off%2Dthe%2Dshelf%20approach,and%20oil%20sands%20extract%20ion%20or>, « MSCI ESG Global Norms Screening is designed to help investors determine which publicly traded companies breach the standards of conduct enumerated by the United Nations Global Compact Principles, the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights, and the ILO Conventions ».

(59) Cfr., ad esempio, S&P, *ESG Exclusion Indices Methodology*, 2021, 5, reperibile in <https://www.spglobal.com/spdji/kr/documents/methodologies/methodology-sp-esg-exclusion-indices.pdf>, « Companies within the indices are monitored on a daily basis by RepRisk, a leading provider of business intelligence on environmental, social, and governance risks. RepRisk analyzes companies for related controversies, including a range of issues such as economic crime and corruption, fraud, illegal commercial practices, human rights issues, labor disputes, workplace safety, catastrophic accidents, and environmental disasters. Using this data, each company is assigned a daily RepRisk Index (RRI) indicator. A company is defined as a risk if their RRI indicator is equal to or above 70. If a company is reported by RepRisk to have violated the RRI indicator threshold of 70, the impacted company will be removed from the indices with two business days' notice on a best efforts basis from when S&P Dow Jones Indices is notified of the violation. A company removed as a risk will only be considered for addition to the indices on any future

rebalancing date if its RRI score is below 70 for all days since the previous rebalancing date ».

(60) J. Petry - J. Fichtner - E. Heemskerk (nt. 50), 171; R. Boffo - R. Patalano, ESG investing: practices, progress and challenges, Parigi, 2020, 19, reperibile in www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf, « By virtue of their growing use as benchmarks for ESG investing, the ways in which indices are created, including exclusion, extent of tilting portfolios toward issuers with higher ESG scores, and other forms such as thematic indices (e.g. high “S” issuers), is currently highly influential in guiding overall ESG portfolio management ».

(61) In questo si è espresso chiaramente il precedente Chairman della SEC: J. Clayton, Governance and transparency at the Commission and in our markets. Remarks at the PLI 49th Annual Institute on Securities Regulation, 2017, reperibile in <https://www.sec.gov/news/speech/speech-clayton-2017-11-08>.

(62) P. Montalenti (nt. 2), 40 ss.; E. Wymeersch, The enforcement of corporate governance codes, in J. Corp. L. Stud., 2006, 137.

(63) Consob, Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2020, 16; M. Cellino, Risparmio gestito, boom in Italia. Ma in 10 anni crescono i big esteri, *IlSole24Ore*, 11 aprile 2021.

(64) Cfr., in generale, su tale profilo L.A. Bebchuk - A. Hamdani, The elusive quest for global governance standards, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2009, 1263 ss., secondo i quali « the impact of many key governance arrangements depends considerably on companies' ownership structure ».

(65) Si vedano però D. Dharmapala - V. S. Khanna, Controlling externalities: ownership structure and cross-firm externalities, 2021, 4, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3904316>, secondo i quali « the ability of index funds to affect firm behavior (via engagements or other means) may be quite limited in the presence of a controlling blockholder », anche se gli stessi autori precisano che il loro studio non considera « situations in which index funds might influence controlled firms in ways besides visible voting contests or engagements ».

(66) Si veda J.N. Gordon (nt. 29), 47, « the beneficiaries of corporate governance interventions that lower systematic risks are not just the beneficial owners of index funds or other diversified funds but the populace generally. The channel to portfolio values runs through the real economy. Damage to portfolio values occurs because of damage to the real economy, meaning the livelihood of people generally ».

(67) D.S. Lund, Shareholders as regulators, 2021, 41, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3975847, secondo la quale, inoltre, « people at the Big Three who make the rules are not elected officials, and are instead salaried governance officials. For this reason, they lack the broad expertise in regulatory policy that seasoned public officials bring to the table. In addition, these governance groups are resource constrained and understaffed ».

(68) D.S. Lund (nt. 67), 43.

- (69) R. Darwall, BlackRock's choice: investment fiduciary or political activist?, 5 febbraio 2020, reperibile in <https://thehill.com/opinion/energy-environment/495673-blackrocks-choice-investment-fiduciary-or-political-activist>, secondo il quale « BlackRock is imposing its political judgment on companies about climate regulation that future presidents and future Congresses might or might not enact ».
- (70) T. Bailey, BlackRock's green guidelines raise profound questions about capitalism and democracy, 25 marzo 2021, reperibile in <https://capx.co/blackrocks-green-guidelines-raise-profound-questions-about-capitalism-and-democracy/>. Per un'analisi di portata più generale delle conseguenze dell'assolvimento di funzioni pubbliche e nell'interesse generale da parte delle corporations cfr. R. Van Loo, The new gatekeepers: private firms as public enforcers, in *Virginia Law Review*, 2020, 467 ss.
- (71) D.S. Lund (nt. 67), 36 ss., « a better explanation for the Big Three's regulatory action is satisfying clients, and not inducing companies to internalize externalities or reduce systematic risk ».
- (72) Per una sintesi delle quali si veda, recentemente, J. Hill, The conundrum of common ownership, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 2020, 881 ss.
- (73) G. Strampelli, Can BlackRock save the planet? The institutional investors' role in stakeholders capitalism, in *Harvard Business Law Review*, 2021, 20.
- (74) Cfr. Editorial Board, The BlackRock Backlash Larry Fink's political machinations invite regulatory scrutiny, in *Wall Street Journal*, 27 febbraio 2020. Si veda anche J.N. Gordon (nt. 29), 46, secondo il quale « the welfare effects of possible systematic risk mitigation will be different from the purported anticompetitive effects associated with the common ownership literature (...) willingness to engage on systematic issues — climate change, for example — may make “common ownership” a positive not a negative ».
- (75) Per una sintesi delle misure adottabili per il contrasto degli effetti anticoncorrenziali della common ownership, E.A. Posner, Policy implications of the common ownership debate, in *The Antitrust Bulletin*, 2021, 140 ss.; G. Steele (nt. 17), 28 ss.
- (76) A.M. Lipton, A most ingenious paradox: competition vs. coordination in mutual fund policy, in *Case Western Reserve Law Review*, 2021, 1295 ss.
- (77) E.A. Posner (nt. 75), 145.
- (78) Cfr. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A competition policy fit for new challenges, COM(2021) 713 final, 2021, 7 ss. Per un'articolata proposta in tal senso, con riferimento al contesto statunitense e nell'ottica principalmente delle società oggetto di investimento, si veda A. Miazad, Prosocial antitrust, 2021, 60 ss., reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3802194.
- (79) Cfr. G. Strampelli, La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders, in questa Rivista, 2021, 365 ss.

