

Non tutto l'ESG luccica: tra il “miglior interesse” degli investitori e il dovere fiduciario dei gestori

di Emanuele Grippo e Anna Maria Pavone

1. Il caso

Mentre in Italia le Autorità di Vigilanza continuano a richiamare l'attenzione degli intermediari sull'implementazione delle misure c.d. ESG (*Environmental, Social, Governance*) nei processi di *product governance* e distributivi degli strumenti finanziari, in Europa prendono forma le proposte del c.d. “Pacchetto Omnibus I”, volte a semplificare il quadro normativo anche in materia di rendicontazione di sostenibilità. Negli Stati Uniti, invece, un tribunale federale texano emette una sentenza che suggerisce qualche riflessione sui confini tra la tutela dell'investitore e l'autonomia dei gestori nel prediligere investimenti ESG, piuttosto che investimenti “tradizionali”. La frammentazione geopolitica non aiuta certo la transizione ESG e suggerisce un ripensamento della regolamentazione e, ancor più, del ruolo delle Autorità di Vigilanza.

Il 10 gennaio 2025, la Corte Federale di Fort Worth in Texas accoglieva le accuse di Bryan Spence, pilota dell'*American Airlines Inc.* (“American Airlines”) che instaurava una *class action* e citava in giudizio la compagnia aerea per aver consentito a *BlackRock Institutional Trust Company* (“BlackRock”) di gestire i fondi dei dipendenti¹, dando priorità agli interessi socio-politici a discapito degli interessi meramente finanziari dei piani pensionistici. L'attore chiedeva la condanna di American Airlines e dell'*American Employee Benefits Committee* (“EBC”) per la violazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* (“ERISA”), la legge statunitense che stabilisce gli *standard* minimi dei trattamenti pensionistici in favore del personale delle aziende private. American Airlines aveva affidato la gestione passiva di fondi indicizzati del piano previdenziale a BlackRock, la quale da tempo perseguiva programmi incentrati sull'ESG. Le strategie di BlackRock avrebbero spostato in modo occulto i portafogli degli indici di base all'interno del piano pensionistico verso i fondi ESG, mettendo potenzialmente a rischio i rendimenti finanziari.

La Corte del Texas considera illegittimo tale approccio,

ritenendo che American Airlines e EBC abbiano permesso agli interessi aziendali e ai programmi ESG di BlackRock di influenzare la gestione del piano e che ciò abbia violato il dovere fiduciario di agire nel miglior interesse finanziario dei suoi beneficiari². E conclude: «the belief that ESG considerations confer a license to ignore pecuniary benefits is mistaken. ERISA does not permit a fiduciary to pursue a non-pecuniary interest no matter how noble it might view the aim».

2. Il “miglior interesse” degli investitori

Gli interessi ESG non necessariamente coincidono con gli interessi *esclusivamente* finanziari dell'investitore: in capo ai gestori nasce così il rischio di una tensione tra il rispetto dei doveri fiduciari e l'integrazione di fattori sostenibili nelle strategie di investimento. Occorre, allora, chiedersi in che misura i gestori possano includere gli interessi ESG senza violare il dovere fiduciario di agire nel miglior interesse del cliente.

Nel contesto statunitense, l'ERISA stabilisce che i fiduciari devono operare «solely in the interest of the participants and beneficiaries»³, in base alla c.d. *sole interest rule* e cioè solamente in base agli interessi finanziari dell'investitore, regola che si contrappone alla c.d. *best interest rule*, secondo la quale, invece, è ammissibile perseguire anche interessi ulteriori, a patto che detti interessi coincidano con il miglior interesse del fiduciante. Tuttavia, considerata la crescente attenzione verso gli interessi ESG, questa normativa nel tempo ha subito alcune modifiche e integrazioni, riflesso delle diverse posizioni dei partiti politici che si sono alternati alla presidenza statunitense⁴. Ad oggi,

2 Ancor prima della pronuncia della Corte, BlackRock aveva deciso di cambiare linea di gestione: mentre ad inizio 2020 aderiva a Climate 100+, un'organizzazione che promuoveva azioni contro i gas serra, nel febbraio 2024 annunciava il suo ritiro, riformando le procedure di delega di voto per consentire ai singoli investitori di esprimere le proprie preferenze, limitando la sua autonomia di gestione. Bryan P. Spence V. American Airlines, Inc., And American Airlines Employee Benefits Committee, Civil Action No. 4:23-cv-00552-O, 36.

3 ERISA, Section 404(c).

4 Il 13 novembre 2020, sotto l'amministrazione Trump, veniva pubblicata la c.d. “*final rule*”, che emendava gli “*Investment Duties*” previsti dal Titolo I dell'ERISA, imponendo ai gestori di fondare le proprie scelte di investimento soltanto su “*pecuniary factors*”, negando così la possibilità di includere investimenti di natura sostenibile. In seguito, il

¹ Bryan P. Spence V. American Airlines, Inc., And American Airlines Employee Benefits Committee, Civil Action No. 4:23-cv-00552-O, 12-13.

l'ERISA, alla luce delle modifiche del 2022 introdotte con i *"Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"*, consente ai fiduciari di considerare anche i fattori ESG nell'esercizio dei diritti degli azionisti, come nel voto per delega, pur mantenendo l'obbligo di eseguire un'analisi approfondita dei rischi e dei benefici finanziari degli investimenti, in linea con i principi di prudenza e lealtà verso gli investitori. Nonostante le opposizioni anche da parte di alcuni Stati americani⁵, la Corte federale del Texas lo scorso 14 febbraio è tornata a pronunciarsi sul tema, ribadendo la legittimità di queste modifiche e affermando che «the 2022 rule does not permit a fiduciary to act for other interests than the beneficiaries' or for other purposes than the beneficiaries' financial benefit»⁶.

Sotto il profilo della correttezza del rapporto con gli investitori, la gestione collettiva e quella individuale presentano rischi analoghi⁷. In Italia, per i servizi di investimento, gli intermediari ai sensi dell'art. 21 TUF sono chiamati a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, *«per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»*. Nella gestione collettiva, il dovere fiduciario è disciplinato dall'art. 35-*decies* TUF che stabilisce che i gestori debbano operare *«nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato»*, permettendo così di considerare anche *altri* interessi, purché il risultato finale sia comunque nel miglior interesse del beneficiario.

20 gennaio 2021, un ordine esecutivo dell'amministrazione Biden ha richiesto alle agenzie federali di rivalutare le regole adottate nel triennio precedente che potessero essere contrarie alla protezione dell'ambiente, porre ostacoli alla risoluzione della crisi climatica e alla protezione della salute pubblica. Il 1° dicembre 2022, quindi, il dipartimento del lavoro nordamericano ha emanato una nuova regola sulla *"Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"* (disponibile all'indirizzo www.federalregister.gov) che supera la *final rule* promulgata sotto l'amministrazione Trump, permettendo di tenere in considerazione anche fattori ESG nelle scelte di investimento. Successivamente, a marzo 2023, i repubblicani nell'ambito del Congresso hanno stravolto il testo di tale nuova legge emanata dal dipartimento del lavoro, tant'è che Biden è stato costretto ad emettere il suo primo veto presidenziale per difendere la legge così come modificata (cfr. J.R. BIDEN jr, *Message to the House of Representatives – President's Veto of H.J. Res 30*, 20 marzo 2023, reperibile all'indirizzo www.whitehouse.gov).

5 Case 2:23-Cv-00016-Z, P.2.

6 *State Of Utah, et al., v. Vince Micone, et al.*, 2:23-CV-016-Z, <https://climaticasechart.com/case/utah-v-walsh/>.

7 Così, L. ENRIQUES - F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, Bologna, 1998, 356. Nello stesso senso anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, 260.

3. L'autonomia dei gestori nell'ambito delle decisioni di investimenti ESG

Nell'ambito della gestione individuale dei portafogli, l'ESMA si è espressa chiarendo che le preferenze di sostenibilità del cliente (compresa la quota minima da impiegare in investimenti con caratteristiche di sostenibilità) dovrebbero essere acquisite e valutate già quando si concorda il mandato e la strategia di investimento. Se il gestore non potesse soddisfare tali preferenze, dovrebbe discuterne quando viene concordato il mandato e dovrebbe domandare al cliente se questi intenda adeguare o meno le proprie preferenze. In caso di neutralità dell'investitore, invece, l'intermediario ha maggiore discrezionalità, tenendo comunque conto che il possibile *trade-off* tra rendimento e sostenibilità dovrebbe essere risolto in favore del primo termine sulla base del fatto che il rendimento e il rischio sono elementi tipici dell'investimento, mentre la sostenibilità è una sua possibile declinazione⁸. Con riferimento sia alla gestione collettiva che al servizio di gestione di portafogli, la Consob ha pubblicato recentemente un richiamo di attenzione⁹, per orientare gli operatori a conformarsi ad alcuni elementi chiave della disciplina relativi all'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale degli OICR e alla trasparenza informativa a livello di prodotto. I gestori dovrebbero poter considerare l'integrazione di fattori ESG come adeguata e coerente con le linee guida fiduciarie e finanziarie, valorizzando i casi di positiva correlazione tra integrazione ESG e risultati finanziari, ma è necessario assicurare trasparenza: persino la sola denominazione del fondo può influenzare significativamente una decisione di investimento¹⁰. Come è stato correttamente osservato, *«gli obblighi di trasparenza (...) implicano, infatti, lo svolgimento di attività valutative interne da parte degli investitori istituzionali e dei gestori in merito alla necessità e/o all'opportunità che fattori ESG siano integrati nell'attività di investimento nonché alle modalità con cui farlo; attività valutative senza le quali non sarebbe possibile alimentare l'informativa richiesta dalla regolamentazione»*¹¹.

8 M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Fascicolo II, Sezione I, Anno 2023, 271.

9 Consob, Richiamo di attenzione n.1/25 - *L'adeguamento agli obblighi in materia di "finanza sostenibile" da parte dei gestori*, 11 febbraio 2025.

10 ESMA, *Orientamenti sull'utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi*, ESMA34-1592494965-657.

11 Aa.Vv., *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, in *Finanza sostenibile*

4. Considerazioni

La pronuncia della Corte federale del Texas nel caso *Spence V. American* ha evidenziato le difficoltà legate ai prodotti della finanza sostenibile, sia per gli investitori che i gestori. E queste difficoltà non sono sconosciute in Europa.

In ambito UE, effettivamente, esiste una lacuna normativa relativa alla tutela diretta e cogente degli investitori¹². Questa mancanza è dovuta a fattori come la pluralità dei soggetti responsabili (produttori, intermediari, prestatori di servizi), la diversità degli investitori da tutelare (*retail* e professionali) e il fatto che l'interesse ESG non è ancora considerato un interesse autonomo, ma un fattore "accessorio" agli obiettivi finanziari. L'implementazione di tale tutela è però necessaria alla luce del fatto che l'investitore resta estraneo alle operazioni del soggetto finanziato (salvo che non si tratti di un finanziamento partecipativo). Infatti, come è stato correttamente osservato, «la sostenibilità non è una caratteristica dello strumento dell'investimento, ma dell'oggetto dell'investimento»: il giudizio dell'investitore non riguarda il prodotto finanziario, ma il "sottostante" ossia il rapporto fondamentale a cui il prodotto finanziario si riferisce¹³.

Dal lato degli intermediari, invece, la loro autonomia nella scelta degli investimenti sostenibili rispetto a quelli tradizionali, dipende essenzialmente dalla preferenza espressa dall'investitore per i prodotti ESG. Si consideri che nel 2022, una rilevazione della Consob sul mercato al dettaglio descriveva che solo un numero relativamente ridotto di risparmiatori sarebbe stato disposto ad assumersi i rischi tipici dei prodotti sostenibili, incluso quello della rinuncia al rendimento¹⁴.

Infine, la disciplina europea – che era nata per poter armonizzare l'attività degli intermediari e gestire in maniera uniforme i rischi tipici degli investimenti ESG – si è evoluta in un quadro normativo disordinato e difficile da comprendere¹⁵. Oggi, il legislatore europeo riduce gli oneri normativi con il "Pacchetto

Omnibus I"¹⁶ e con procedura d'urgenza approva la proposta "*stop-the-clock*"¹⁷, alla ricerca di un equilibrio tra semplificazione e regolamentazione. Tuttavia, una semplificazione eccessiva potrebbe compromettere la competitività del mercato finanziario europeo e non dare agli operatori finanziari gli strumenti adeguati a valutare (e correttamente rappresentare) i rischi ESG¹⁸. Inoltre, se è innegabile che una maggiore regolamentazione comporti un aumento degli oneri di *compliance* per le aziende, è altrettanto vero che tali costi sarebbero ampiamente compensati da un accesso più agevole al mercato dei capitali, con il vantaggio (voluta dalla normativa in essere) di orientare il comportamento degli investitori verso scelte più sostenibili¹⁹.

Sotto tale profilo, non possono che condividersi le parole del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, secondo cui l'UE dovrebbe «evitare il rischio di correzioni di rotta eccessive»²⁰. In questa delicata fase di ripensamento della normativa (il condivisibile "*less is more*") e di frammentazione geopolitica, gli operatori del risparmio gestito possono ancora svolgere un ruolo importante nella comprensione dei fenomeni degli investimenti sostenibili da parte degli investitori, ma la guida delle Autorità di Vigilanza nazionali sarà determinante per non perdere di vista gli impegni, gli obiettivi e gli sforzi già compiuti verso la sostenibilità.

16 Con "Pacchetto *Omnibus*" si intendono due distinti pacchetti, entrambi presentati dalla Commissione Europea il 26 febbraio del 2025: il Pacchetto *Omnibus I*, formalizzato nel documento [COM\(2025\) 80 final](#), incentrato sulla modifica delle direttive relative alla rendicontazione di sostenibilità aziendale e alla due diligence, e il Pacchetto *Omnibus II*, contenuto nel documento [COM\(2025\) 84 final](#), focalizzato sull'efficientamento del programma di investimento *InvestEU* e sulla semplificazione degli obblighi di segnalazione ad esso connessi.

17 Il 16 aprile 2025, è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'UE la Direttiva (UE) 2025/794 che modifica le Direttive 2022/2464/UE (CSRD) e 2024/1760/UE (CSDDD) relativamente alle date a decorrere dalle quali gli Stati membri dovranno applicare alcuni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità.

18 C. LUISON, *Rendicontazione di sostenibilità: cosa cambia con il pacchetto Omnibus*, Milano, 28 febbraio 2025.

19 G. MATTARELLA, *Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Luglio – Settembre 2024, 560. L. SPAANS, J. DERWALL, J. HUIJ, K. KOEDIJK, *Sustainable Finance Disclosure Regulation: voluntary signaling or mandatory disclosure?*, Febbraio 2024, 2 ss., in <https://ssrn.com/abstract=4722820>, 1 ss.

20 Intervento introduttivo di Paolo Angelini, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, *La sostenibilità nell'industria finanziaria: vecchi modelli per nuovi scenari?*, Milano, 2 aprile 2025.

- Consob, n. 1/2021, reperibile sul sito *internet* dell'Autorità.

12 Cfr., Aa. Vv., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, in *Quaderni Giudici*, Consob n.33, febbraio 2025.

13 Cfr., Aa. Vv., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, op. cit., 78.

14 Consob, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, 2022.

15 *Focus on Sustainable Finance*, Isabelle Louise and Pauline Hascoet, Appendix 5, in *Less is More*, Report by an expert group, 10 febbraio 2025, 81.