

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

CATTEDRA DI DIRITTO COMMERCIALE PROGREDITO

La disclosure ESG nel settore bancario europeo:
limiti e prospettive per la transizione sostenibile

Chiar.mo Prof. Gian Domenico Mosco

RELATORE

Chiar.mo Prof. Salvatore Lopreiato

CORRELATORE

Simona Petrone
(Matr. 157793)

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

Indice

Introduzione	4
CAPITOLO I - Responsabilità e rendicontazione: il contributo decisivo delle politiche europee alla sostenibilità	10
1. Le politiche internazionali ed europee per la transizione ad un modello economico sostenibile.	11
1.1. Cenni sulle iniziative internazionali.....	13
1.2. Le iniziative europee.....	16
1.2.1. <i>European Green Deal</i> e iniziative successive.	19
1.2.2. <i>Action Plan on Sustainable Finance e Renewed Sustainable Finance Strategy: le azioni chiave per la responsabilità e la rendicontazione di sostenibilità.</i>	23
2. Il nuovo concetto di responsabilità sociale d’impresa.....	37
2.1. <i>Short-termism, long-termism e la nuova sustainability</i>	37
2.2. <i>Segue Le contraddizioni nei fattori ESG</i>	49
3. Il successo sostenibile nel codice di <i>Corporate Governance 2020</i> : formalità o novità?	55
4. I doveri di diligenza nella proposta di direttiva in materia di <i>Corporate Sustainability Due Diligence</i>	61
4.1. <i>Segue I recenti sviluppi in tema di Corporate Sustainability Due Diligence Directive.</i>	71
5. L’altra faccia della medaglia: il <i>greenwashing</i>	81
6. Il regolamento sulla Tassonomia Verde quale “faro nell’ampio mare della finanza sostenibile europea” e gli atti delegati.....	90
6.1. La definizione di “attività eco-sostenibile”.....	92
6.2. I regolamenti delegati.....	95
6.2.1. I criteri di vaglio tecnico e l’Atto Clima.	95
6.2.2. Le regole di trasparenza nelle dichiarazioni di carattere non finanziario nell’articolo 8 del regolamento Tassonomia Verde.	99
CAPITOLO II - Il reporting di sostenibilità: dalla Non-Financial Reporting Directive alla nuova Corporate Sustainability Reporting Directive.	103

1. Gli sviluppi normativi dalla <i>Non-Financial Reporting Directive</i> alla <i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>	106
2. L'ambito di applicazione e gli obblighi di informativa.	114
3. Il tentativo di superare la frammentazione degli <i>standard</i> di rendicontazione attraverso gli <i>EU Sustainability Reporting Standards</i>	124
4. La collocazione del <i>report</i> di sostenibilità e il regime pubblicitario.	134
5. L'incidenza sulla <i>corporate governance</i>	138
5.1. Il ruolo e la responsabilità degli organi sociali.	140
5.1.1. L'organo amministrativo.	140
5.1.2. L'organo di controllo interno.	144
5.1.3. L'assemblea.	147
5.1.4. Le altre funzioni societarie.	148
5.2. L'attestazione di conformità della rendicontazione di sostenibilità.	152
6. I poteri di vigilanza e le sanzioni.	159
7. Il valore del <i>report</i> di sostenibilità per le banche.	162
CAPITOLO III - Sostenibilità e trasparenza bancaria: obblighi di <i>disclosure</i>, responsabilità e <i>leadership</i> nel cambiamento.	168
1. Il nuovo approccio prudenziale nell'ottica della sostenibilità.	168
2. La legislazione bancaria in tema di vigilanza e di rischi di sostenibilità.	173
3. Gli ulteriori obblighi di <i>disclosure</i> di sostenibilità per le banche.	190
3.1. La trasparenza sui prodotti finanziari in materia di sostenibilità: <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i> e i tentativi di categorizzazione degli <i>standards</i> tecnici regolamentari.	191
3.2. La considerazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nel processo di valutazione di adeguatezza dell'offerta: la revisione della MiFID II.	201
4. Strumenti a sostegno delle imprese nella transizione eco-sostenibile: il credito bancario e gli <i>European Green Bonds</i>	208
4.2. I requisiti di classificazione di un'"obbligazione verde europea" secondo il nuovo regolamento " <i>Green Bond</i> ".	214
5. L'ipotesi di applicazione di specifici requisiti patrimoniali <i>green</i> c.d. differenziati.	221

6. Lo stato dell'arte: l'inadeguatezza del sistema finanziario a guidare un'efficace transizione sostenibile.....	232
APPENDICE.....	240
Il <i>Green Weighting Factor</i> (GWF) secondo la metodologia di Natixis Corporate & Investment Banking (CIB).....	240
Conclusioni.....	246
Bibliografia.....	252

Introduzione

L'elaborato si pone l'obiettivo di analizzare la particolare posizione che il settore bancario ricopre nell'ampio mare della finanza sostenibile, a seguito dell'intensa stagione normativa europea, inaugurata con l'*Action Plan Financing Sustainable Growth* nel 2018.

Il punto di partenza è costituito dallo studio dall'esponenziale aumento dei doveri di *disclosure* e di *reporting* in materia di sostenibilità imposti alle banche, in considerazione del riconosciuto il ruolo di guida nel reindirizzare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili. Il quesito della ricerca è relativo all'efficacia del contributo apportato dall'ingente regolamentazione in materia di sostenibilità e dell'*overdisclosure* che ne discende: ci si chiede, cioè, se i doveri di informativa costituiscano una condizione necessaria e sufficiente per la realizzazione di una transizione realmente sostenibile. Per tali ragioni, viene avanzata la possibilità di coniugare gli obblighi d'informativa societaria ad incentivi di natura economica per le banche che siano più sostenibili, per migliorare i benefici apportati dai primi.

Il presupposto è il superamento della tradizionale interpretazione di "interesse sociale" a favore di una più comprensiva considerazione di interessi "altri", secondo quella che è stata definita la fase della "*sustainability*". Alla mera ricerca del profitto da parte degli azionisti, pertanto, viene posto un limite nel raggiungimento di obiettivi di *performance* ambientali, sociali e di *governance*, in quanto fattori imprescindibili della capacità di un'impresa di sopravvivere nel tempo. Se queste considerazioni sono vere, si ritiene altrettanto vero che la remunerazione degli azionisti debba essere, comunque, mantenuta, quale fine primario dell'attività d'impresa. È proprio nel riconoscimento di un maggiore profitto per le banche interessate ad investire maggiormente in attività *green*, che si potrebbe valutare la possibilità di un completamento degli obiettivi imposti al *reporting* e alla *disclosure* sulle tematiche di sostenibilità. In questo senso, l'introduzione di specifici requisiti patrimoniali differenziati potrebbe, da un lato, richiedere alle banche di possedere livelli di capitali inferiori nel caso di concessione di prestiti verdi, dall'altro, applicare tassi di interesse maggiori sui prestiti *brown*. Per meglio comprendere i benefici e gli aspetti negativi di tali strumenti, l'Appendice del presente studio sarà dedicata alla sperimentazione del modello *in-house* elaborato da Natixis (CIB), il *Green Weighting Factor*.

L'elaborazione di questa tipologia di analisi richiede alcune considerazioni preliminari, cui è dedicato il Capitolo I del documento.

Quella che Goldman Sachs ha definito “*ESG revolution*”¹ è il risultato di un'evoluzione normativa che rinviene le sue radici nella nozione di “sviluppo sostenibile”, contenuta nel Rapporto Brundtland. La necessità di consentire alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni, senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri, rappresenta l'obiettivo principale dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite - una *Call to Action* globale - e del successivo Accordo di Parigi del 2015, che prevede il contenimento dell'aumento delle temperature possibilmente entro 1,5°C rispetto al periodo preindustriale. Una prima reazione alle politiche internazionali è stata manifestata dagli operatori economici e finanziari, tra i quali rileva la *Business Roundtable*, associazione dei CEO delle maggiori *corporations* americane, con il suo *Statement on the Purpose of a Corporation*, contenente dichiarazioni circa le aspirazioni ad un'economia sostenibile in grado di perseguire la creazione di valore di lungo termine non solo per gli azionisti, ma anche per tutti gli *stakeholders* (anche non finanziari). Queste prospettive sono state accolte anche dall'industria finanziaria e, in particolare, dal CEO di BlackRock, Larry Fink, che, sfruttando la sua influenza, si può dire, mondiale, ha più volte ribadito la necessità di valutare gli effetti positivi e negativi di una società sulla comunità e su tutti gli *stakeholders*, l'importanza del rischio climatico quale rischio sistemico, così da realizzare “una completa trasformazione della finanza”². Sul piano terminologico e concettuale, si registra, come è evidente, il superamento dei classici paradigmi dello *short-termism*, *long-termism*, ma anche della *Corporate Social Responsibility*, a favore della nuova *sustainability*, che impone un equilibrato bilanciamento tra il perseguimento dell'interesse dei soci alla remunerazione e la realizzazione di obiettivi *Environmental* (E), *Social* (S) e *Governance* (G), con tutte le contraddizioni (necessarie) che l'acronimo porta con sé. A livello nazionale, ciò ha comportato, da una parte, un ripensamento interpretativo

¹ D. R. BINGHAM ET AL., «A Revolution Rising - From Low Chatter to Loud Roar [Redacted]», GS Sustain ESG (Goldman Sachs, 23 aprile 2018), <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/new-energy-landscape-folder/esg-revolution-rising/report.pdf>.

² L. FINK, «A Fundamental Reshaping of Finance», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 16 gennaio 2020, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/16/a-fundamental-reshaping-of-finance/>.

dell'art. 2247 c.c. e, dall'altra, l'introduzione di nuovi parametri nell'agire amministrativo, quale il "successo sostenibile" di cui al nuovo Codice di *Corporate Governance* delle società quotate.

In questo scenario internazionale si inserisce l'Unione europea e la sua Agenda strategica 2019-2024, la cui priorità è il *Green Deal*, un programma politico volto a costruire "un'Europa verde, equa, sociale e a impatto climatico zero". La realizzazione di questi obiettivi politici necessita del contributo della "finanza sostenibile", ovvero l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria, creando valore per le imprese nel lungo periodo, attraverso il reindirizzamento dei capitali verso attività che non solo generano plusvalore economico, ma anche che tengono conto degli impatti ESG degli stessi investimenti. Al settore finanziario e, in particolare, quello bancario, per il ruolo di assoluta primazia che il credito bancario gioca in Europa rispetto ad altre forme di finanziamento, vengono riconosciuti i delicati compiti di "*thinking ahead*"³, per il finanziamento dell'economia reale verso la transizione sostenibile, e di "*walking a tightrope*"⁴, dovendosi le banche proteggere dall'impatto dei rischi di sostenibilità cui sono costantemente esposte. La centralità dello strumento della finanza sostenibile viene riconosciuta, per la prima volta, dalla Commissione europea nell'*Action Plan Financing Sustainable Growth*, inteso a riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, a gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici e dalle questioni sociali e a promuovere la trasparenza delle attività economico-finanziarie. Al Piano, articolato in dieci azioni chiave, hanno fatto seguito diversi pacchetti, contenenti le proposte legislative cui è dedicato l'elaborato. Lo scenario rapidamente evolutivo della sostenibilità, tuttavia, impone costanti aggiornamenti delle strategie politiche europee, che si sono concretizzate nella *Renewed Sustainable Finance Strategy* e, da ultimo, nella comunicazione della Commissione del 13 giugno 2023. Nella sostanza, l'azione dell'UE si concentra su tre filoni fondamentali: i) la Tassonomia Verde, quale strumento cardine dell'intero panorama normativo; ii) il rafforzamento dell'informativa di sostenibilità sia precontrattuale, attraverso il *Sustainable Finance*

³ EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), «Good practices for climate related and environmental risk management - Observations from the 2022 thematic review», novembre 2022, 12, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcercompendiumgoodpractices112022~b474fb8ed0.en.pdf>.

⁴ *Ibid*, 21.

Disclosure Regulation, sia annuale, per il tramite della nuova *Corporate Sustainability Reporting Directive*; iii) l'integrazione dei fattori di sostenibilità nella responsabilità dell'agire degli amministratori e degli impatti dell'impresa sull'intera catena di valore, attraverso l'ampliamento discussa e, a distanza di due anni, ancora non approvata proposta di direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*.

La Tassonomia Verde, introducendo la nozione di "attività eco-sostenibile", i criteri di vaglio tecnico per individuarla, costantemente aggiornati, e regole di trasparenza, peraltro trasversali, contribuisce in maniera fondamentale alla riduzione del rischio di *greenwashing*, la cui regolamentazione armonizzata è ormai alle porte.

Il Capitolo II è, invece, dedicato al secondo filone d'azione dell'Unione europea. La crescente attenzione del mercato e degli investitori alle tematiche di sostenibilità richiede un miglioramento della qualità e della quantità di informazioni societarie, utili per la comprensione del valore economico a lungo termine di un'impresa e del suo contributo a un'economia globale sostenibile, anche in relazione ai risultati e ai suoi impatti economici, ambientali, sociali e di *governance*. Per tali ragioni, la Commissione europea ha inteso sostituire l'originaria *Non Financial Reporting Directive* con la *Corporate Sustainability Reporting Directive*, che, allargando il perimetro soggettivo, si applica a tutte le grandi società e alle PMI quotate sui mercati regolamentati. Il legislatore europeo ha inteso, così, superare l'approccio di *soft law*, basato sul principio del *comply or explain*, della prima direttiva, prevedendo una relazione di sostenibilità che sia obbligatoriamente predisposta, secondo il contenuto e la forma stabiliti dalla direttiva CSRD. A supporto del nuovo approccio dell'Unione, vi è l'introduzione di specifici *standards* redazionali armonizzati, gli *European Sustainability Reporting Standards*, volti a rendere i *reports* comparabili e uniformi. In tal modo, la direttiva intende porre la relazione di sostenibilità allo stesso livello delle tradizionali comunicazioni finanziarie. La semplice "dichiarazione non finanziaria" non è, quindi, più in grado di definire il documento societario, in quanto comprensivo anche di aspetti finanziari e, pertanto, meglio definibile quale "relazione di sostenibilità". Ne è conferma anche la nuova collocazione obbligatoria nella relazione sulla gestione, che comporta, inoltre, il riconoscimento di nuovi poteri e doveri in capo agli organi societari coinvolti nella redazione e nel controllo del *report*.

Il Capitolo III, infine, si propone di approfondire l'impatto che i fattori di sostenibilità esercitano sull'attività delle banche. Il "rischio di sostenibilità",

rappresentando un *driver* di rischio che si trasmette ai rischi più comuni, in grado di concretizzarsi sul “*financial materiality side*” e sul “*environmental materiality side*”, richiede un ripensamento della prospettiva di approccio ai rischi prudenziali, di cui al *Capital Requirements Regulation* e alla *Capital Requirements Directive*. Per tali ragioni, specifici ed ulteriori obblighi di trasparenza sono imposti alle banche, in relazione alle modalità di rilevazione e di gestione delle esposizioni a rischi ESG, alle quantità di tali esposizioni e agli obiettivi climatici dell’ente, al *Green Asset Ratio* e il *Banking Book Taxonomy Alignment Ratio*, potendo usufruire degli *Implementing Technical Standards* elaborati dall’*European Banking Authority*. In forza di numerosi interventi da parte delle *European Supervisory Authorities*, nella forma di Linee Guida e Raccomandazioni, le banche sono costantemente monitorate anche a livello del II Pilastro di Basilea, peraltro destinatarie di periodici *stress tests* climatici. I copiosi interventi normativi anche in ambito prudenziale rappresentano un *unicum* nel panorama internazionale, il che riconosce all’Unione europea, nuovamente, la *leadership* nella prevenzione dei risvolti sistemici che i rischi ESG potrebbero avere, secondo un nuovo approccio pro-attivo.

Lo stesso criterio guida gli ulteriori obblighi di *disclosure* in capo agli enti creditizi, che, in quanto “partecipanti ai mercati finanziari” e “consulenti finanziari” devono rispettare, nell’ottica di migliorare l’*empowerment* dell’investitore, di ridurre le asimmetrie informative e di responsabilizzare la controparte professionale. Il già menzionato *Sustainable Finance Disclosure Regulation* prevede specifici doveri informativi relativamente agli “investimenti sostenibili” nella fase precontrattuale, sui siti web delle imprese e nelle relazioni periodiche, al fine di colmare le divergenze tra gli *standards* accolti a livello dei singoli Stati membri e di aumentare la consapevolezza degli investitori in merito ai profili ESG dei prodotti finanziari. In relazione a questi ultimi, il pacchetto MiFID II è stato modificato per permettere la considerazione delle “preferenze di sostenibilità” dei clienti nel processo di valutazione di adeguatezza dell’offerta e nella profilatura degli stessi, di cui darne conto in comunicazioni *ex post*. I prodotti finanziari offerti, inoltre, vengono già nella fase di realizzazione e distribuzione legati a specifici obiettivi di sostenibilità, a seguito delle novità introdotte in tema di *product governance*.

L’inclusione dei fattori ESG nelle diverse aree di attività delle banche ha comportato, oltre alla necessità di riconsiderare il processo di monitoraggio e

concessione del credito in funzione dei profili di sostenibilità della controparte, la nascita e lo sviluppo di prodotti bancari sostenibili, tra i quali figurano i *green loans*, i *sustainability-linked loans* e i *green bonds*. Gli ultimi godono, oggi, di *standards* regolamentari armonizzati, che permettono di identificare un'obbligazione come "obbligazione verde europea".

Di quanto sopra ricostruito, secondo l'obiettivo inquadrato nel quesito di ricerca, si cercherà di dar conto nell'elaborato.

I

Responsabilità e rendicontazione: il contributo decisivo delle politiche europee alla sostenibilità

SOMMARIO: 1. Le politiche internazionali ed europee per la transizione ad un modello economico sostenibile. – 1.1. Cenni sulle iniziative internazionali. – 1.2. Le iniziative europee. – 1.2.1. *European Green Deal* e iniziative successive. – 1.2.2. *Action Plan on Sustainable Finance e Renewed Sustainable Finance Strategy*: le azioni chiave per la responsabilità e la rendicontazione di sostenibilità. – 2. Il nuovo concetto di responsabilità sociale d’impresa. – 2.1. *Short-termism, long-termism* e la nuova *sustainability*. – 2.2. *Segue* Le contraddizioni nei fattori ESG. – 3. Il successo sostenibile nel codice di *Corporate Governance 2020*: formalità o novità? – 4. I doveri di diligenza nella proposta di direttiva in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*. – 4.1. *Segue* I recenti sviluppi in tema di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*. – 5. L’altra faccia della medaglia: il *greenwashing*. – 6. Il regolamento sulla Tassonomia Verde quale “faro nell’ampio mare della finanza sostenibile europea” e gli atti delegati. – 6.1. La definizione di “attività eco-sostenibile”. – 6.2. I regolamenti delegati. – 6.2.1. I criteri di vaglio tecnico e l’Atto Clima. – 6.2.2. Le regole di trasparenza nelle dichiarazioni di carattere non finanziario nell’articolo 8 del regolamento Tassonomia Verde.

Il tema della sostenibilità è oggi talmente *mainstream* da poter essere considerato “il mantra di cui tutti ci nutriamo”⁵, è il “Nuovo Paradigma”⁶. Costituisce un elemento

⁵ R. ROLLI, «L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità». (il Mulino, 2020), 9.

⁶ *The “New Paradigm” is an emerging corporate governance framework that derives from the recognition by corporations, their CEOs and boards of directors, and by leading institutional investors and asset managers (“investors”), that short-termism and attacks by short-term financial activists significantly impede long-term economic prosperity.* M. LIPTON, «The New Paradigm, A Roadmap for

strategico per le imprese non solo nell'ambito dell'economia reale, ma anche nel sistema finanziario, con ripercussioni dirette sulla prima. In questo contesto, un ruolo centrale è ricoperto dalle banche che, da una parte, nei loro bilanci di sostenibilità devono dar conto delle proprie esposizioni, anche solo potenziali, ai rischi di transizione climatica, e, dall'altra, sulla base delle loro politiche di investimento, devono considerare quelle delle imprese che intendono finanziarie⁷.

Le ragioni della strategicità della sostenibilità sono rinvenibili lungo tre direttive⁸. La prima è rappresentata dai *framework* istituzionali: il riferimento è alle iniziative internazionali e a quelle della Commissione Europea, volte a promuovere la transizione verso la decarbonizzazione, energetica e verso l'economia circolare (§1). La seconda direttiva è rappresentata dalla necessità di chiarire il *purpose* dell'impresa, quale elemento distintivo e fondamentale per una reputazione basata su chiare finalità. Nel §2 si analizzerà, infatti, sia l'acceso dibattito che ha portato all'affermazione della *sustainability* e, da ultimo, dei fattori ESG, sia i risvolti in ambito normativo (§3-4). Infine, la terza direttiva è costituita dalla crescente attenzione del mercato. In particolare, la dimensione del rapporto mercato – consumatori (B2C) richiede di colmare il *behaviour gap* presente tra i prestatori dei servizi finanziari e la clientela. A tal fine, è necessario fornire ai consumatori informazioni chiare, garantite ed esaustive sulla sostenibilità dei prodotti finanziari e non. A questa necessità rispondono le iniziative legislative volte ad arginare il “lato oscuro” della sostenibilità, il *greenwashing* (§5). Il §6 approfondirà, infine, il fondamentale regolamento Tassonomia, che racchiude le tre direttive suddette.

1. Le politiche internazionali ed europee per la transizione ad un modello economico sostenibile.

L'evoluzione del concetto di “sostenibilità” è il risultato dei passi compiuti dalle iniziative internazionali e da quelle europee.

an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (October 28, 2019) <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/28/the-new-paradigm/>

⁷ ROLLI, «L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità.»,18.

⁸ M. FREY, «La sfida della sostenibilità nella prospettiva delle imprese.», *Telos*, fasc. 4 (2022):31.

È stato da taluno evidenziato che la sostenibilità solleva, in via preliminare, il problema di fondo su quali istituzioni siano legittimate ad affrontare tali temi e su quale base di tale legittimazione⁹. È certo che la regolamentazione di un concetto così poliedrico e con rilevanza globale non può essere rimessa esclusivamente agli Stati nazionali. D'altra parte, il rischio sotteso a tale tentativo di normazione è quello di fotografare lo *status quo* e di “fallire nel dialogo con una realtà multiforme e veloce che sfugge agli schematismi”¹⁰.

Pertanto, gli attori di una realtà così multiforme non possono che essere molteplici e il loro concorrente coinvolgimento non può che essere necessario¹¹. Da una parte, si rinvergono le organizzazioni internazionali e l'Unione europea (e di riflesso gli Stati membri) con un'influente politica di responsabilizzazione. Dall'altra, un ruolo decisivo è ricoperto dalla grande impresa azionaria e dagli investitori istituzionali. Le società devono, infatti, esercitare il potere affidato loro dai mercati con una visione più ampia rispetto al mero scopo di lucro, dal momento che “in un momento storico nel quale gli Stati nazionali faticano a perseguire le proprie politiche di *welfare* e a fornire adeguate risposte alle richieste di «beni comuni», emerge con forza la necessità di un ruolo «sociale» della grande impresa”¹². Gli investitori istituzionali, poi, se opportunamente coinvolti nelle politiche pubbliche e nelle strategie sulla sostenibilità, possono - secondo quanto emerso da ultimo dai “Tre Giganti”¹³ nei loro *engagement principles*¹⁴ - contribuire alla sfida alla transizione verso un'economia a basse emissioni di CO₂.

⁹ R. ROLLI, «Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 53.

¹⁰ *Ibid*, 56.

¹¹ *Ibid*, 59.

¹² U. TOMBARI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria (Milano: Giuffrè Francis Lefebvre, 2019), 73.

¹³ Il riferimento è ai più grandi *asset managers* in termini di partecipazioni al capitale di società e con posizioni sul mercato in ascesa: BlackRock, Vanguard e StateStreet Global Advisors. Si veda R. FELICETTI, «Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali in materia ambientale e sociale: un cortocircuito logico?» (XII Convegno Annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale» - «La Libertà d'Impresa», Roma, 2021), 1.

¹⁴ Si ricorda che per tali si intendono “quei principi che il gestore identifica come essenziali e caratterizzanti le proprie interazioni, formali e non, con le società-portafoglio”. *Ibid*, 10.

In questo scenario, il contributo del settore bancario risulta decisivo, in considerazione del fondamentale ruolo ricoperto nel finanziamento delle imprese nell'UE e in Italia, in particolare¹⁵.

1.1. Cenni sulle iniziative internazionali.

Il concetto di “sostenibilità”, quale obiettivo primario dell’*agere* economico e sociale, si è affermato per la prima volta nella Conferenza sull’Ambiente delle Nazioni Unite (UNCHE) tenutasi a Stoccolma nel 1972¹⁶. Il Principio 1 sanciva, infatti, il diritto fondamentale dell’uomo a condizioni di vita adeguate, in un ambiente di qualità tale da consentire una vita dignitosa e in pieno benessere. In questo senso, la Dichiarazione, appellandosi alla necessità di una cooperazione internazionale¹⁷, sosteneva l’esistenza di una “*solemn responsibility*” dell’uomo di proteggere e migliorare l’ambiente per le generazioni presenti e future.

Quest’ultimo riferimento diviene poi centrale nel lavoro svolto dalla Commissione Mondiale per l’ambiente e lo Sviluppo (WCED) delle Nazioni Unite, che ha dato vita nel 1987 al Rapporto Brundtland¹⁸, al quale si deve l’elaborazione del concetto di “sviluppo sostenibile”. Secondo le Nazioni Unite, “*humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*”¹⁹. La sostenibilità riguarderebbe, quindi, i problemi legati alla gestione delle risorse naturali del pianeta e alla soddisfazione dei bisogni dell’umanità nel lungo periodo²⁰. Il principio ha introdotto due nuovi aspetti fondamentali²¹. Innanzitutto, lo “sviluppo sostenibile” evidenzia la compatibilità tra il paradigma economico classico e le

¹⁵ G. SABATINI, «Verso una finanza sostenibile per un’economia sostenibile», *Bancaria*, fasc. 6 (2022): 3.

¹⁶ UNITED NATIONS, «Report of the United Nations Conference on the Human Environment» (Stoccolma, 1972), <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/NL7/300/05/PDF/NL730005.pdf?OpenElement>.

¹⁷ *Ibid*, 3, Preambolo 7.

¹⁸ UNITED NATIONS, «Report of the World Commission on Environment and Development: “Our Common Future” [Brundtland Report]» (New York, 1987), <https://digitallibrary.un.org/record/139811>.

¹⁹ *Ibid*, 24.

²⁰ P. GIANGUALANO - L. SOLIMENE, *Sostenibilità in cerca di imprese* (Milano : Egea, 2019), 3.

²¹ D. LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 162.

considerazioni ambientali e sociali. In secondo luogo, il concetto del Rapporto anticipa quello della “*long-term view*”, che sarà meglio approfondito. Da ciò è possibile dedurre che la sostenibilità può essere interpretata secondo due diversi significati e tendenze non necessariamente convergenti. La prima concezione è interna all’impresa e coincide sostanzialmente con il concetto di “stabilità” e “continuità aziendale”: la conservazione dell’equilibrio finanziario su di un orizzonte temporale sufficientemente lungo. Secondo una concezione, invece, esterna, un’impresa è sostenibile se le sue esternalità non pregiudicano gli assetti naturali, ambientali, climatici, sociali e così via. In questo senso la sostenibilità si equipara allo sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale²².

Occorre inoltre evidenziare che è la stessa definizione di “sviluppo sostenibile” a porre la sostenibilità in posizione accessoria rispetto al concetto di sviluppo: sostenibile è, infatti, l’aggettivo che specifica i caratteri dello sviluppo. Affinché, quindi, un’attività possa essere considerata conforme al principio, è necessario, innanzitutto, che contribuisca allo sviluppo e, poi, che ne vagli la sostenibilità. Dal momento che il primo aspetto da tenere in considerazione nella verifica della sostenibilità di un’attività è il contributo al benessere e alla qualità di vita della collettività, la valutazione dell’impatto ambientale non può che riguardare sostanzialmente le attività e i servizi utili per lo sviluppo economico e sociale²³.

Tuttavia, come evidenziato da alcuni autori²⁴, i confini del primitivo concetto di sostenibilità risultavano essere troppo indefiniti, richiedendo uno sforzo di elaborazione pratica di termini come “libertà” o “qualità di vita”.

²² M. STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2021): 30.; R. LENER - P. LUCANTONI, «Sostenibilità ESG e attività bancaria», *Banca, borsa, titoli di credito*, fasc. 1 (2023): 7.

²³ S. QUADRI, «Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile», *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. 4 (2022): 443.

²⁴ P. R. BERKE - M. MANTA CONROY, «Are We Planning for Sustainable Development?: An Evaluation of 30 Comprehensive Plans», *Journal of the American Planning Association* 66, fasc. 1 (31 marzo 2000): 22, <https://doi.org/10.1080/01944360008976081>.; N. CIOCCA, «Sostenibilità dell’attività di impresa e doveri degli amministratori.», in *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane.*, I (G. Giappichelli Editore, 2020), 80.

Proprio tale onnicomprensività ha portato all’inclusione nel più ampio criterio della sostenibilità di espressioni altre al concetto di sviluppo sostenibile, quali *Triple Bottom Line*. L’espressione è stata elaborata nel 1994 da John Elkington per misurare la *performance* dell’impresa non solo in termini tradizionali di costi e ricavi, e quindi di profitto (*Bottom Line*), ma anche in termini sociali (*People*) e ambientali (*Planet*). Da ultimo, J. ELKINGTON, «25 Years Ago I Coined the Phrase “Triple Bottom

Altra tappa fondamentale è sicuramente l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile²⁵, un programma d'azione sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU. La *Great/Global financial crisis* del 2008 ha messo in evidenza i limiti del sistema economico-finanziario, spostando l'interesse verso una visione di crescita integrata alla sostenibilità, non solo ambientale, ma anche sociale (la garanzia di condizioni di benessere equidistribuito) e, soprattutto, economica (cioè la capacità di generare profitti nel tempo)²⁶. L'Agenda è una *Call to Action* globale²⁷, articolata in 17 Obiettivi, i c.d. *Sustainable Development Goals* (SDGs), inseriti all'interno di un programma d'azione più vasto costituito da 169 *targets*, ad essi associati, che i Paesi si sono impegnati a raggiungere a partire dal 1° gennaio 2016 ed entro il 2030. I *targets* prendono in considerazione le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile sopracitate, sostenendone finalmente una visione olistica, e forniscono un modello ambizioso di prosperità condivisa basato sulle c.d. “cinque P”: persone (lotta alla povertà in tutte le forme e garanzia di pari dignità); pianeta (protezione delle risorse naturali e del clima per le generazioni future); prosperità (garanzia di un progresso economico, sociale e tecnologico in armonia con la natura); pace (promozione di società pacifiche ed inclusive); *partnership* (implementazione della solidarietà globale). In tal senso, gli SDGs introducono una precisa visione globale del mondo, che si basa sul principio del “*leave no one behind*”²⁸.

Nell'ambito dell'obiettivo 13 (“Agire per il clima”), il 12 dicembre dello stesso anno 197 Stati hanno firmato a Parigi un accordo che rappresenta “una pietra miliare della *governance* mondiale del cambiamento climatico”²⁹, in quanto primo accordo universale e giuridicamente vincolante per gli Stati sottoscrittori. L'Accordo di Parigi

Line.” Here’s Why It’s Time to Rethink It.», *Harvard Business Review*, 25 giugno 2018, <https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-line-heres-why-im-giving-up-on-it>.

²⁵ ASSEMBLEA GENERALE DELLE NAZIONI UNITE, «Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile», A/RES/70/1 (2015), <https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>.

²⁶ A. BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, fasc. 3 (2022): 418.

²⁷ A. CORNETTI, «Infrastrutture sociali: opportunità di investimento e di progresso sostenibile.», *Telos*, fasc. 4 (2022): 7.

²⁸ CAMERA DEI DEPUTATI - Servizio Studi - Dipartimento Affari Comunitari, a c. di, «L'agenda globale per lo sviluppo sostenibile.», *Documentazione e ricerche*, fasc. 89 (aprile 2022): 4.

²⁹ GIANGUALANO - SOLIMENE, *Sostenibilità in cerca di imprese*, 4.

(COP21)³⁰, è entrato in vigore il 4 novembre 2016 ed è stato ratificato da 186 Paesi. L'obiettivo principale è di contenere l'aumento delle temperature globali ben al di sotto dei 2°C, possibilmente entro 1,5°C rispetto al periodo preindustriale, limite al di sopra del quale si potrebbero verificare eventi irreversibili. In aggiunta, è previsto l'obbligo di fornire flussi finanziari ai Paesi in via di sviluppo, così da garantire tecnologie e competenze necessarie al raggiungimento dell'obiettivo³¹; si affronta il problema delle perdite e dei danni che i Paesi subiranno in caso di catastrofi climatiche³², istituendo un fondo che dovrebbe assicurare una risposta efficace sul tema.

Il sistema di funzionamento dell'Accordo si basa su un *five-year cycle* di strategie fissate a livello nazionale dai singoli Paesi ratificanti (*Nationally Determined Contributions*, "NDCs")³³. In questo si rinviene la vera innovazione dell'Accordo di Parigi, in quanto, da un lato, si permette ai Paesi che non volevano un accordo troppo vincolante a livello internazionale di determinare il proprio piano d'azione (da aggiornare ogni cinque anni), dall'altro tale "libertà" è comunque inserita nel contesto di un trattato vincolante di diritto internazionale³⁴. Questi accordi sono stati confermati nella COP27 di Sharm el-Sheikh del 2022 e, da ultimo, nella COP28 di Dubai del 2023. Tuttavia, nonostante l'esistenza di un chiaro e puntuale obiettivo quantitativo da raggiungere, la mancata adesione all'Accordo di Paesi come Cina ed India suscita, in alcuni, dubbi sulla credibilità dello stesso e sulla sua capacità, in quanto atto di *soft law*, di realizzare gli obiettivi prefissati in mancanza di poteri di *enforceability* adeguati³⁵.

1.2. Le iniziative europee.

³⁰ UNITED NATIONS, «Paris Agreement», UNST/LEG(092)/P23 (2015), https://treaties.un.org/doc/Treaties/2016/02/20160215%2006-03%20PM/Ch_XXVII-7-d.pdf.

³¹ I Paesi sviluppati si sono impegnati a mobilitare ogni anno 100 miliardi di USD (circa 84 miliardi di EUR) a sostegno dei Paesi in via di sviluppo.

³² THE EUROPEAN HOUSE - AMBROSETTI, «Le Banche del Futuro.», 3 aprile 2020, 144.

³³ UNITED NATIONS CLIMATE CHANGE (UNFCCC), «The Paris Agreement». <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

³⁴ GIANGUALANO - SOLIMENE, *Sostenibilità in cerca di imprese*, 5.

³⁵ C. BRESCIA MORRA, «Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile.», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, Supplemento, fasc. 2 (2022): 80.

L'Unione europea ha da sempre ricoperto un ruolo cruciale nell'introduzione di politiche e strategie per la promozione dello sviluppo sostenibile, divenendo un organismo di definizione di norme a livello mondiale. Si è posta come “*motore trainante* di tutta la produzione normativa italiana rivolta alla tutela degli interessi connessi alla tutela dell'ambiente”³⁶.

Sul solco del Rapporto Brundtland e delle altre iniziative internazionali, il Consiglio europeo di Helsinki del dicembre 1999 ha invitato la Commissione europea a elaborare una proposta di strategia a lungo termine per il coordinamento delle politiche ai fini di uno sviluppo sostenibile sotto il profilo economico, sociale ed ecologico destinata ad essere presentata al Consiglio europeo nel giugno 2001³⁷. Tale strategia di sviluppo sostenibile prevede che, nel lungo termine, crescita economica, coesione sociale e tutela dell'ambiente procedano contemporaneamente. In considerazione di ciò, si è poi avuta la formalizzazione giuridica di tale impegno con il Trattato di Lisbona, che ha – per quanto rileva in questa sede – modificato gli artt. 3 e 21 del Trattato sull'Unione Europea e l'art. 11 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. In particolare, il par. 3 dell'art. 3 TUE prevede che l'Unione “si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente”. Emerge chiaramente la portata omnicomprensiva del principio, che non si limita più al mercato, ma si estende anche agli aspetti sociali ed ambientali³⁸. L'art. 21 TUE, invece, in merito all'azione esterna dell'Unione, stabilisce, al par. 2 *lettera d*, che le politiche comuni e azioni favoriscono “lo sviluppo sostenibile dei Paesi in via di sviluppo sul piano economico, sociale e ambientale, con l'obiettivo primo di eliminare la povertà”. Ancora, la *lettera f* fa riferimento al contributo dell'UE “all'elaborazione di misure internazionali volte a preservare e migliorare la qualità dell'ambiente e la gestione sostenibile delle risorse naturali mondali, al fine di assicurare lo sviluppo sostenibile”.

³⁶ M. CECCHETTI, «La dimensione europea delle politiche ambientali: un acquis solo apparentemente scontato», *federalismi.it* 16 (29 agosto 2012): 2.

³⁷ COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, «Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile», COM/2001/0264 final, 15 maggio 2001, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52001DC0264>.

³⁸ R. ROTA, «Profili di Diritto Comunitario dell'Ambiente», in *Trattato di Diritto dell'Ambiente*, vol. Principi Generali (CEDAM, 2012), 163.

La *lettera g*, ispirata dal principio del “*loss and damage*”, prevede l’aiuto alle popolazioni, Paesi e regioni colpiti da calamità naturali. Infine, l’art. 11 TFUE introduce il principio di integrazione – principio generale del diritto comunitario - delle esigenze di tutela ambientale nelle politiche dell’Unione, ai fini della promozione dello sviluppo sostenibile. Appaiono, infatti, evidenti lo stretto legame con quest’ultimo e la natura trasversale della politica ambientale. La *ratio* di questa previsione è di garantire che le esigenze ambientali rappresentino un elemento fondamentale nella definizione ed attuazione delle altre politiche comunitarie³⁹.

In ultimo, si ricorda l’art. 37 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea, rubricato “tutela dell’ambiente”, secondo cui “un livello elevato di tutela dell’ambiente e il miglioramento della sua qualità devono essere integrati nelle politiche dell’Unione e garantiti conformemente al principio dello sviluppo sostenibile”.

Nel quadro delineato dal diritto primario, l’istituzione sovranazionale intende riconoscere nella sostenibilità ambientale il parametro principe per giudicare le politiche di sviluppo settoriali, a monte e valle, nello spazio giuridico europeo. La lettura dei Trattati fornisce un’interpretazione inequivocabile sul limite che lo sviluppo economico incontra nel valore fondamentale ad un ambiente salubre. In questo modo, l’ambiente, concetto giuridico, assurge ad un interesse dotato di una sua specifica tutela e di autonomi centro di imputazione⁴⁰.

Bisogna, poi, ricordare che l’UE e tutti i suoi Stati membri hanno firmato e ratificato l’Accordo di Parigi, in attuazione delle previsioni dei Trattati. Ai sensi di tale impegno, l’Unione ha presentato prima della fine del 2020 le sue NDCs, promettendo di ridurre le sue emissioni di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990⁴¹.

³⁹ *Ibid*, 169.

⁴⁰ S. NERI, «Tutela dell’ambiente e libertà di iniziativa economica: un nuovo paradigma relazionale nell’era geologica dell’antropocene», in *Tutela dell’ambiente e responsabilità d’impresa*, LUISS Dipartimento di giurisprudenza. Collana Studi, II (Cacucci Editore, 2021), 23.

⁴¹ CONSIGLIO DELL’UNIONE EUROPEA, «Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici», s.d., <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>. Le stesse posizioni sono state di recente ribadite nelle conclusioni che fungeranno da posizione negoziale generale dell’UE per la 28^a conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP 28) che si svolgerà a Dubai, Emirati arabi uniti, dal 30 novembre al 12 dicembre 2023. CONSIGLIO DELL’UNIONE EUROPEA, «COP 28: il Consiglio definisce la posizione dell’UE per il vertice delle Nazioni Unite sul clima che si svolgerà a Dubai», Comunicato stampa, 16 ottobre 2023, <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/10/16/cop28-council-sets-out-eu-position-for-un-climate-summit-in-dubai/>.

Considerando che l'UE è responsabile soltanto dell'8% delle emissioni globali, questa ha posto al centro anche della sua politica esterna i cambiamenti climatici, come il presidente del Consiglio europeo, Charles Michel, ha voluto sottolineare in occasione della COP27⁴². Per finanziare la transizione verde a livello mondiale e per rispettare le previsioni dell'Accordo di Parigi, l'Unione Europea ed i suoi Stati membri contribuiscono ai finanziamenti per il clima nel 2021 per 23 miliardi di EUR ai Paesi in via di sviluppo⁴³.

1.2.1. *European Green Deal* e iniziative successive.

Con la presidenza della Commissione Europea di Ursula von der Leyen, l'Unione europea ha trovato un forte e fondamentale impulso alle iniziative politiche sostenibili.

Il Consiglio europeo, infatti, ha approvato a giugno 2019, l'Agenda strategica dell'UE 2019-2024, ai fini dell'ottemperanza agli impegni dell'Agenda 2030 e della costruzione di “un'Europa verde, equa, sociale e a impatto climatico zero”⁴⁴. Tra le priorità di questo programma politico, rileva il *Green Deal* europeo. Quest'ultimo, presentato l'11 dicembre 2019, ha come obiettivo principale quello di rendere l'Europa il primo continente climaticamente neutro (per cui le emissioni di CO₂ risulteranno uguali agli assorbimenti), azzerando le emissioni di gas ad effetto serra entro il 2050⁴⁵. Per mobilitare importanti investimenti pubblici e sbloccare fondi privati attraverso strumenti finanziari dell'UE, quali *InvestEU*⁴⁶, a gennaio 2020 è stato presentato il

⁴² CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP 27), vertice sull'attuazione per il clima, Sharm el-Sheikh, Egitto, 7 e 8 novembre 2022», <https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2022/11/07-08/>.

⁴³ CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Il Consiglio approva l'importo dei finanziamenti per il clima per il 2021», Comunicato stampa, 28 ottobre 2022, <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/10/28/council-approves-2021-climate-finance-figure/>.

⁴⁴ CONSIGLIO EUROPEO, «Una nuova agenda strategica 2019-2024», Comunicato stampa, 20 giugno 2019, <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2019/06/20/a-new-strategic-agenda-2019-2024/>.

⁴⁵ COMMISSIONE EUROPEA, «Il Green Deal europeo», COM(2019)640 final, 11 dicembre 2019, Bruxelles.

⁴⁶ Il programma *InvestEU* (2021-2027) si basa sul Piano Juncker, riunendo gli strumenti finanziari volti a sostenere gli investimenti decisivi per la crescita economica. Esso istituisce una garanzia dell'UE pari a circa 26,2 miliardi di EUR, in modo da permettere ai partner d'investimento di

European Green Deal Investment Plan. Il tetto di investimenti che si vuole raggiungere è di 1 trilione di EUR. Per garantire che anche i Paesi maggiormente colpiti dalla transizione riescano a raggiungere gli obiettivi fissati, l'UE ha creato il *Just Transition Mechanism*⁴⁷, che fornirà 100 miliardi di EUR nel periodo 2021-2027.

In vista della neutralità climatica, la Commissione ha presentato il 14 luglio 2021 un pacchetto di proposte interconnesse “Pronti per il 55%” (“*Fit for 55%*”)⁴⁸ in materia di clima, energia, uso del suolo, trasporti e fiscalità idonee a ridurre le emissioni nette di gas a effetto serra di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990⁴⁹. Allo stesso modo, la Commissione ha aggiornato la strategia industriale per portare l'Europa ad essere *leader* mondiale nell'economia circolare e nelle tecnologie pulite, grazie alla decarbonizzazione dei settori industriali ad alta intensità energetica⁵⁰.

Nell'ambito del Quadro finanziario pluriennale (QFP) dell'UE 2021-2027⁵¹ e della decisione del Consiglio di adottare nel dicembre 2020 il successivo bilancio a lungo termine per il periodo 2021-2027⁵², si inserisce la necessità di concordare un piano di ripresa per riparare i danni economici e sociali causati dall'emergenza sanitaria da Covid-19. L'iniziativa della Commissione europea si articola in tre pilastri: i) il sostegno agli Stati membri per investimenti e riforme; ii) rilanciare l'economia dell'Unione attraverso l'investimento privato; iii) trarre insegnamento dalla crisi. Nel contesto del secondo pilastro si inserisce il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

assumere rischi più elevati. Principale partner rimane la Banca europea per gli investimenti (BEI). Cfr. Parlamento europeo - Attualità, «InvestEU: il programma dell'UE per favorire gli investimenti», Affari UE, 10 marzo 2021, <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/eu-affairs/20210225STO98708/investeu-il-programma-dell-ue-per-favorire-gli-investimenti>.

⁴⁷ Si basa su tre forme di finanziamento: i) un *Just Transition Fund*, che raccoglierà 7,5 miliardi di EUR di nuovi fondi europei; ii) un meccanismo di finanziamento nell'ambito dell'*InvestEU*, volto a mobilitare fino a 45 miliardi di EUR per attrarre investimenti privati; iii) uno strumento per i prestiti al settore pubblico con il sostegno della BEI. COMMISSIONE EUROPEA, «The Just Transition Mechanism: making sure no-one is left behind», Comunicato stampa, 14 gennaio 2020, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs_20_39.

⁴⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «Pronti per il 55 %: realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica», COM(2021) 550 final, 14 luglio 2021, Bruxelles.

⁴⁹ CAMERA DEI DEPUTATI - Servizio Studi - Dipartimento Affari Comunitari, «L'agenda globale per lo sviluppo sostenibile.», 61.

⁵⁰ *Ibid*, 62.

⁵¹ Regolamento (UE, Euratom) 2020/2093 del Consiglio del 17 dicembre 2020 che stabilisce il quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R2093>.

⁵² CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Il bilancio a lungo termine dell'UE», Politiche, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-long-term-budget/>.

Questo si articola in sei missioni o aree tematiche strutturali di intervento⁵³, raggiungibili attraverso le risorse dei fondi europei di *Next Generation EU*, un pacchetto temporaneo di stimoli senza precedenti di 750 miliardi di EUR, che intende contribuire a creare “un’Europa *post* Covid-19 più verde, digitale, resiliente e adeguata alle sfide presenti e future”⁵⁴, vincolando ad investimenti *green* almeno il 37% delle risorse messe in campo⁵⁵. Per avere il diritto di accedere a queste risorse, gli Stati membri devono preparare i loro Piani di Ripresa e Resilienza (PNRR), ai sensi del regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza (RRF)⁵⁶. Fondamentale in questo contesto risulta essere l’utilizzo del principio giuridico del *do no significant harm* (DNSH), dal momento che i Piani Nazionali devono includere misure che non arrechino un danno significativo all’ambiente, per poter accedere ai finanziamenti del RRF⁵⁷.

In conclusione, di questa lunga ed articolata panoramica è necessario mettere in evidenza alcuni punti salienti.

Innanzitutto, si può sottolineare il grandissimo sforzo dell’Unione Europea di includere il più possibile nel sistema economico reale la sostenibilità nelle sue diverse

⁵³ Le sei missioni sono: i) Digitalizzazione, innovazione, competitività, cultura e turismo; ii) Rivoluzione verde e transizione ecologica; iii) Infrastrutture per una mobilità sostenibile; iv) Istruzione e Ricerca; v) Inclusione e Coesione; vi) Salute. AGENZIA PER LA COESIONE TERRITORIALE, «Next Generation EU e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza», Dossier, 10 ottobre 2023, https://www.agenziacoesione.gov.it/dossier_tematici/nextgenerationeu-e-pnrr/.

⁵⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «Piano per la ripresa dell’Europa», https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it#finanziare-il-bilancio-a-lungo-termine-e-nextgenerationeu.

⁵⁵ L. AMMANATI, «Energia e ambiente: regolazione per la transizione», in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, I diritti economici 24 (Wolters Kluwer; CEDAM, 2022), 170.

⁵⁶ Regolamento (UE) 2021/241 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021 che istituisce il dispositivo per la ripresa e la resilienza, OJ L 57, 18 febbraio 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0241>; CAMERA DEI DEPUTATI - Servizio Studi - Dipartimento Affari Comunitari, «L’agenda globale per lo sviluppo sostenibile.», 59.

L’Italia ha pubblicato il 5 maggio 2021 sul sito della Presidenza del Consiglio il testo del PNRR trasmesso alla Commissione europea, intitolato “Italia domani”. È stato poi definitivamente approvato il 13 luglio 2021 con Decisione di esecuzione del Consiglio. Nell’allegato alla Decisione sono definiti precisi obiettivi e traguardi, correlati a ciascun investimento e riforma, al raggiungimento dei quali si prevede l’assegnazione delle risorse semestralmente. Si veda AGENZIA PER LA COESIONE TERRITORIALE, «Next Generation EU e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza».

⁵⁷ Il principio del “non arrecare un danno significativo” è stato meglio strutturato dal regolamento Tassonomia, per cui per una maggior disamina *infra* §6.

sfaccettature, nonostante il *focus* principale resti, per ora, l'ambiente, in quanto minaccia più sentita nello stile di vita ottenuto dai cittadini nei Paesi europei nel più recente passato. Non bisogna, infatti restare troppo sorpresi dalla mancata firma di accordi internazionali, come quello di Parigi, di Paesi come India e Cina. Questi Governi prediligono l'obiettivo sociale alla lotta contro la povertà, in considerazione del diverso stadio di industrializzazione degli stessi. Si ricordi che il livello di sviluppo economico e di ricchezza dell'Occidente ha fondamenta su una industrializzazione accelerata che ha, naturalmente, innalzato il grado di inquinamento dell'intero pianeta⁵⁸. Tuttavia, c'è chi sostiene che privilegiare solo una o due dimensioni della sostenibilità significhi "avere una visione non sostenibile e parziale dello sviluppo in un'ottica solo conservazionista (sviluppo ambientale e sviluppo economico), ecologica (sviluppo ambientale e sociale) oppure socio-economica (sviluppo economico e sociale)"⁵⁹.

In secondo luogo, l'impegno dell'UE non si è arrestato neanche di fronte alle due più importanti crisi degli ultimi tempi: l'emergenza sanitaria da Coronavirus e la crisi energetica acuita dalla guerra in Ucraina⁶⁰. In relazione al primo aspetto, si è menzionato il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, grazie al quale gli Stati membri possono beneficiare di importanti fondi da destinare ai settori più colpiti. Per quanto concerne la guerra in Ucraina, invece, le sanzioni economiche nei confronti della Russia ed i danni alle infrastrutture hanno modificato lo scenario geopolitico europeo, mettendo a serio rischio le strategie sostenibili delineate dalla Commissione e confermando l'attuale centralità nell'economia europea delle fonti fossili⁶¹. Da qui il dibattito attuale sulle opportune misure reattive alla crisi ucraina. Da una parte c'è chi sostiene una difesa dello sviluppo economico anche a danno della sostenibilità,

⁵⁸ BRESCIA MORRA, «Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile.», 84.

⁵⁹ M. SILVESTRI, «Sviluppo sostenibile: un problema di definizione», *Gentes - Rivista di Scienze Umane e Sociali*, fasc. Anno II Numero 2 (dicembre 2015): 217.

⁶⁰ Sul punto si veda L. AMMANATI - A. CANEPA, «Intervento pubblico e finanza sostenibile», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n.4 (2022): n. 2., che ricorda che "la crisi energetica, come sappiamo, non nasce con la guerra in Ucraina ma ha radici più lontane fin dall'autunno del 2021 quando i paesi europei hanno iniziato a predisporre strumenti-tampone, quindi a carattere difensivo, per fronteggiare una situazione economica già in quel momento contrassegnata da particolari difficoltà".

⁶¹ ROLLI, «Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)», 51.

dall'altro chi è più favorevole ad una accelerazione del cambiamento. La Commissione ha tenuto fermo il suo punto di vista e le sue strategie, con soltanto leggere deviazioni: rileva, infatti, in questo contesto il “REPowerEU”⁶² ed il successivo “REPowerEU Plan”⁶³, in cui si riafferma la sostanziale coerenza con gli obiettivi del *Green Deal* e del pacchetto “Fit for 55”, e quindi la diversificazione delle fonti energetiche di approvvigionamento ed una accelerazione dell'efficientamento energetico e fonti rinnovabili e la crescita economica⁶⁴. Questo rilevante numero di azioni della Commissione consente di armonizzare, con margini più ampi di azione per gli Stati, la politica energetica e di affidare all'Unione la *leadership* in un settore strategico come quello in questione⁶⁵.

1.2.2. Action Plan on Sustainable Finance e Renewed Sustainable Finance Strategy: le azioni chiave per la responsabilità e la rendicontazione di sostenibilità.

La realizzazione degli obiettivi segnati negli innumerevoli programmi politici dipende fortemente dal contributo del settore finanziario e, in definitiva, dalla finanza sostenibile.

Nel sopracitato regolamento istitutivo del dispositivo per la ripresa e la resilienza, la centralità della finanza sostenibile si presenta quale condizionalità finanziaria “rovesciata” rispetto alla tradizione logica “rimediale” imposta dal diritto europeo per accedere all'assistenza finanziaria dell'Unione. Tale prospettiva proattiva diviene funzionale ad accelerare la transizione economica, indirizzandola e anticipandone gli effetti⁶⁶.

⁶² COMMISSIONE EUROPEA, «REPowerEU: azione europea comune per un'energia più sicura, più sostenibile e a prezzi più accessibili», COM (2022)108 final, 8 marzo 2022, Strasburgo.

⁶³ COMMISSIONE EUROPEA, «Piano REPowerEU», COM (2022)230 final, 18 maggio 2022, Bruxelles.

⁶⁴ AMMANATI - CANEPA, «Intervento pubblico e finanza sostenibile», 138.

⁶⁵ G. LUCHENA, «Crisi energetica e aiuti di Stato», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n.1 (2022): 146.; AMMANATI, «Energia e ambiente: regolazione per la transizione», 171.; “Over the past years, the EU has taken major steps to build a sustainable finance ecosystem, which contributes to the transition towards a climate-neutral Europe”. FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), «Report on Promoting Climate-Related Disclosures», 7 luglio 2021, 26, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070721-4.pdf>.

⁶⁶ A differenza delle grandi rivoluzioni industriali ed economiche che si sono succedute nel tempo, in cui il diritto veniva chiamato a regolare evoluzioni sociali già verificatesi, la c.d. “terza

Tuttavia, per meglio procedere all'analisi delle proposte portate avanti dalla Commissione, alcune considerazioni preliminari risultano doverose.

Secondo la definizione fornita dalla Consob, la finanza sostenibile è “l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. La finanza sostenibile, quindi, si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale”⁶⁷. Un'altra definizione, forse più completa, è suggerita dal Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile dell'Unione europea⁶⁸, di cui meglio si dirà in questo paragrafo, secondo cui “per “finanza sostenibile” si intende generalmente il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine. Più precisamente, le considerazioni di ordine ambientale fanno riferimento all'attenuazione dei cambiamenti climatici e all'adattamento a questi nonché in senso lato all'ambiente e ai rischi connessi, come per es. le catastrofi naturali. Le considerazioni di ordine sociale possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse, in particolare poiché i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di ineguaglianza in essere. La *governance* delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, le relazioni con i dipendenti e la retribuzione dei manager, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale”⁶⁹.

rivoluzione industriale” richiede agli ordinamenti giuridici di essere essi stessi forieri della transizione ecologica ed energetica. M. PASSALACQUA, «Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale», in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, I diritti economici 24 (Wolters Kluwer; CEDAM, 2022), 6.; A. BROZZETTI, «Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale», in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mario Giusti*, I diritti economici 24 (Wolters Kluwer; CEDAM, 2022), 209.

⁶⁷ CONSOB, «Finanza sostenibile», <https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>.

⁶⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile», COM(2018)97 final, 8 marzo 2018, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0097>.

⁶⁹ *Ibid*, 2.

Queste definizioni individuano sotto l’etichetta di “finanza sostenibile” tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, mirano a realizzare, non solo un ritorno economico, ma anche un rendimento socio-ambientale condiviso⁷⁰.

In particolare, in relazione agli enti creditizi, “finanza sostenibile” assume due significati: da un lato, è la necessità di farsi parte attiva nel limitare i propri impatti ambientali diretti, dall’altro è l’assunzione di un ruolo di *leadership* della transizione complessiva, rispetto allo svolgimento della funzione di finanziamento delle imprese e delle famiglie. In relazione al primo significato le sfide che le banche devono affrontare riguardano, *inter alia*, il tema del miglioramento della trasparenza comunicazionale, sia per avere piena conoscenza del proprio profilo di rischio sia per fornire ai loro azionisti gli strumenti per capire l’effettivo rischio dei loro investimenti⁷¹. Come si vedrà nel paragrafo, è questa una delle azioni perseguite dalla Commissione nella sua Strategia del 2021. L’essenzialità della disponibilità di dati confrontabili ed affidabili anche per consentire alle Autorità di svolgere i loro compiti di indirizzo e controllo è stata sottolineata nelle Considerazioni finali della Banca d’Italia sul 2021 da parte del Governatore Visco⁷². Occorrono quindi regole certe, armonizzate con le vigenti regolamentazioni nazionali ed europee e proporzionali, ma anche tali da poter essere ragionevolmente rispettate dalle imprese e dalle banche⁷³.

Il fenomeno diventa più complesso quando si considera il coordinamento con la pluralità di interessi ed esigenze che l’attività bancaria intende perseguire. È stato in merito osservato che “nelle banche le pretese dei singoli assumono valore collettivo...cioè ciascuna pretesa individuale contiene, strutturalmente, un segmento di interesse pubblico”⁷⁴. Per cui l’impresa bancaria, in quanto espressione di iniziativa economica ai sensi del novellato art. 41 Cost., non può svolgere la propria attività in contrasto con l’utilità sociale, la salute, l’ambiente, la sicurezza, la libertà e la dignità

⁷⁰ A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali*, 2022, 7.

⁷¹ THE EUROPEAN HOUSE - AMBROSETTI, «Le Banche del Futuro.», 163–64.

⁷² BANCA D’ITALIA, «Considerazioni finali del Governatore», Relazione annuale sul 2021 (Roma, 31 maggio 2022), 22, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/index.html>.

⁷³ SABATINI, «Verso una finanza sostenibile per un’economia sostenibile», 2.

⁷⁴ R. CALDERAZZI, «La sostenibilità nell’impresa bancaria», *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. Supplemento al n.4 (2022): 188.

umana⁷⁵. Allo stesso modo, la scelta di rispettare l'obiettivo di sostenibilità rispecchia una gestione sana e prudente dell'attività di impresa e rispettosa del dettato costituzionale dell'art. 47 Cost⁷⁶. In questo senso, il parametro della “sana e prudente gestione” assolve a livello sistemico la funzione di indurre alla “prudenza” nell'assunzione dei rischi nell'esercizio dell'attività bancaria, finendo per incidere, quale regola comportamentale, sui procedimenti di selezione e ponderazione degli interessi facenti parte dell'esercizio del potere di gestione proprio degli amministratori⁷⁷.

Per tali ragioni, sin dal 2016 la Commissione ha istituito un gruppo di lavoro di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile (*High-level expert group on sustainable finance*, HLEG), con il compito di elaborare linee guida rivolte al settore finanziario, affinché i flussi di capitale possano essere orientati verso un'economia più sostenibile, la sostenibilità integrata nella gestione dei rischi e la trasparenza e visione a lungo termine delle imprese promossa. Dalla relazione finale del 31 gennaio 2018⁷⁸, sorge la necessità di un miglioramento nell'approccio *long-term* del sistema finanziario. Lo stesso era emerso nel famoso discorso sulla “*Tragedy of the horizon*” del settembre 2015 del Governatore della Banca d'Inghilterra, Mark Carney⁷⁹. Nell'introduzione alla Relazione, vengono individuati i due imperativi su cui si basa la finanza sostenibile: il

⁷⁵ Si ricorda la l. cost. 11 febbraio 2022, n.1, recante “Modifiche agli articoli 9 e 41 della Costituzione in materia di tutela dell'ambiente”. L'art. 9 comma 3 Cost. ora prevede che la Repubblica “tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. La legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali”. Per esigenze di chiarezza espositiva si riporta anche il testo dell'art. 41 Cost. modificato. “L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali”. R. NATOLI, «Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo», in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, I diritti economici 24 (Wolters Kluwer; CEDAM, 2022), 291.

⁷⁶ CALDERAZZI, «La sostenibilità nell'impresa bancaria», 186–88.

⁷⁷ LENER - LUCANTONI, «Sostenibilità ESG e attività bancaria», 8.

⁷⁸ EU HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, «Financing A Sustainable European Economy», *Final Report*, 31 gennaio 2018, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

⁷⁹ Secondo il Governatore Mark Carney “*climate change is the Tragedy of the Horizon*”, perché rappresenta un'importante minaccia alla stabilità del sistema finanziario, attraverso le tre tipologie di rischi: *physical risks*, *liability risks* e *transition risks*. Minaccia ignorata dalla tendenza del mercato alla miopia. M. CARNEY, «Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability», 29 settembre 2015, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf>.

primo è migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile ed inclusiva; il secondo è rafforzare la stabilità finanziaria incorporando i fattori ESG nel processo decisionale degli investimenti⁸⁰.

In tale sede, il gruppo di esperti HLEG ricordava che “*banks remain the backbone of the European financial system*”⁸¹, a differenza di quanto accade in altri Paesi del mondo, ad esempio negli Stati Uniti. Le banche, infatti, in quanto fonte più grande di finanziamento per le imprese, necessitano di un allineamento della regolamentazione della valutazione del rischio di credito dei singoli prestiti, e, più in generale, della regolamentazione prudenziale bancaria ai nuovi obiettivi di sostenibilità.

Sulle raccomandazioni e azioni chiave della Relazione la Commissione si è basata per pubblicare l'8 marzo 2018 una Comunicazione sul Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile dell'Unione europea (*Action Plan Financing Sustainable Growth*)⁸².

Dopo aver sottolineato il fondamentale ruolo affidato alla finanza in relazione alla crescita sostenibile del sistema economico, la Comunicazione individua i tre obiettivi principali del piano: i) riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili; ii) gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali; iii) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie⁸³. In relazione al primo obiettivo, il Vicepresidente responsabile per la Stabilità finanziaria, Valdis Dombrovkis, nel Comunicato stampa di presentazione del piano, ha sottolineato come “soltanto con l'aiuto del settore finanziario possiamo soddisfare il fabbisogno di finanziamento di 180 miliardi di EUR l'anno⁸⁴ per conseguire i nostri obiettivi in termini di clima e di energia, contribuendo così ad un

⁸⁰ EU HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (n 74), 6.

⁸¹ *Ibid*, 67.

⁸² COMMISSIONE EUROPEA, «Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile».

⁸³ *Ibid* 2.

⁸⁴ La cifra viene estrapolata dall'*Impact Assessment per l'Energy Efficiency Directive* (2016), secondo il testo della Commissione a pagina 2. Si veda COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, «*IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2012/27/EU on Energy Efficiency*», SWD(2016) 405 final, 30 novembre 2016, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52016SC0405>.

futuro sostenibile per le prossime generazioni”⁸⁵. Secondo la Commissione, la trasformazione dell’economia europea in un sistema più verde, resiliente e circolare andrà, non solo a ridurre l’impatto ambientale e le disuguaglianze esistenti, ma anche ad aumentarne la competitività, così da ridurre i costi dell’accesso e della gestione delle risorse⁸⁶. Il secondo obiettivo, invece, fa riferimento al ruolo delle banche, quali fonte primaria di finanziamento esterno per l’economia europea. Queste ultime sono, e saranno in futuro, esposte a maggiori perdite causate sia dalla progressiva minore redditività delle imprese *brown*, sia perché, secondo alcune stime, almeno la metà degli attivi delle banche dell’eurozona sono esposti a rischi connessi ai cambiamenti climatici⁸⁷. Tuttavia, i rischi ambientali e climatici, infatti, non sono ancora tenuti debitamente in considerazione dal settore finanziario, per cui occorre una migliore integrazione degli stessi nella regolamentazione prudenziale. In relazione al terzo obiettivo, bisogna ricordare che la *disclosure* societaria rappresenta un prerequisito per la valutazione da parte degli attori del mercato finanziario della creazione di valore a lungo termine delle imprese e la gestione dei rischi di sostenibilità⁸⁸.

Il Piano si articola, quindi, in dieci azioni necessarie per raggiungere i già menzionati tre obiettivi. Tali azioni sono: i) introdurre un sistema europeo di classificazione delle attività economiche sostenibili; ii) creare *standards* ed etichette per prodotti finanziari verdi (“Ecolabel UE”)⁸⁹; iii) promuovere gli investimenti in progetti sostenibili; iv) integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria⁹⁰; v) elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità⁹¹; vi) integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato⁹²; vii) chiarire gli obblighi degli

⁸⁵ S. TORRINI, «Tutte le proposte Ue per coniugare finanza ed economia più verde», Energia Oltre, 9 marzo 2018, <https://energiaoltre.it/le-proposte-ue-coniugare-finanza-ed-economia-piu-verde/>.

⁸⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile», 3.

⁸⁷ *Ibid* 10.

⁸⁸ *Ibid* 4.

⁸⁹ L’obiettivo è migliorare l’integrità e la fiducia nel mercato finanziario sostenibile. *Ibid*, 5.

⁹⁰ Per garantire che le preferenze in materia di sostenibilità siano tenute in considerazione nella valutazione dell’adeguatezza degli strumenti finanziari, la Commissione intende modificare nel secondo trimestre del 2018 gli atti delegati delle direttive MiFID II e IDD. *Ibid* 7.

⁹¹ Gli indici di riferimento svolgono un ruolo primario nella formazione del prezzo degli strumenti finanziari e, quindi, utili per gli investitori nel tracciare e misurare le prestazioni. *Ibid* 8.

⁹² Nonostante l’intensificazione negli ultimi anni del lavoro svolto dalle agenzie di *rating* di sostenibilità, permangono dubbi in merito alla misura in cui i fattori di sostenibilità vengano presi in considerazione. La Commissione, quindi, invita l’ESMA ad agire per garantire che la sostenibilità venga integrata appieno ed i rischi a lungo termine opportunamente rilevati. *Ibid*.

investitori istituzionali e dei gestori di attività⁹³; viii) integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali; ix) rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile; x) promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati di capitali.

Le prime cinque azioni sono volte al raggiungimento del primo obiettivo, le successive tre al secondo obiettivo e le restanti al terzo.

Un primo passo verso l’attuazione delle azioni chiave è rappresentato dalla pubblicazione il 24 maggio 2018 del *Sustainable Finance Package*. Gli aspetti principali di questo pacchetto di riforme sono essenzialmente tre⁹⁴. Innanzitutto, una proposta di regolamento per un sistema unificato a livello europeo di classificazione delle attività “eco-sostenibili” (“tassonomia”), poi approvato il 18 giugno 2020 (Regolamento (UE) 2020/852 o Regolamento Tassonomia). *In secundis*, una proposta di regolamento per l’introduzione di obblighi di *disclosure* in capo agli intermediari sulle modalità di integrazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento e nell’attività di consulenza, che verrà poi approvato il 27 novembre 2019 (Regolamento (UE) 2019/2088 o Regolamento *Disclosure*). Infine, una proposta di regolamento di modifica del Regolamento (UE) 2017/1011 (Regolamento *Benchmark*) – adottata il 27 novembre 2019 – per l’introduzione di nuovi indici di riferimento sul *carbon footprint* degli investimenti⁹⁵.

Con l’introduzione del pacchetto legislativo, l’UE fa un primo passo verso l’obbligatorietà della *disclosure*, generalmente intesa, nel settore economico e finanziario. Tuttavia, il Consiglio, prima, e il Parlamento europeo, dopo, invitano nel marzo 2021 la Commissione europea a presentare una proposta in materia di governo societario sostenibile, che includa obblighi intersettoriali sulla diligenza delle imprese nella catena del valore⁹⁶.

⁹³ Si intende ridurre il *gap* informativo che potrebbe crearsi tra l’investitore istituzionale ed i clienti nelle loro decisioni di investimento. *Ibid* 9.

⁹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici», Comunicato stampa, 24 maggio 2018, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_3729.c

⁹⁵ N. LINCIANO ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», *Finanza sostenibile, CONSOB* 1 (giugno 2021): 76.

⁹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Economia giusta e sostenibile: la Commissione stabilisce norme che impongono alle imprese di rispettare i diritti umani e l’ambiente nelle catene del valore mondiali», Comunicato stampa, 23 febbraio 2022, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_22_1145.

Il lungo percorso verso la sostenibilità impone scenari evolutivi costanti del quadro normativo in materia finanziaria ed una transizione irreversibile a nuovi modelli di *business* per le imprese. Per queste ragioni, la Commissione europea il 21 aprile 2021 ha pubblicato in una comunicazione⁹⁷ un pacchetto legislativo contenente integrazioni al regolamento Tassonomia tramite atti delegati⁹⁸; una proposta di direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità, recante modifiche alla direttiva Comunicazioni di informazioni non finanziaria⁹⁹; modifiche agli atti delegati in relazione alla consulenza di investimento¹⁰⁰ e assicurativa¹⁰¹ e alle preferenze di sostenibilità. Ancora una volta, l'esigenza è di indirizzare i flussi finanziari privati nelle attività economiche pertinenti per creare “un'Europa più verde, più giusta e più sostenibile e a favorire la realizzazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile”¹⁰². A differenza del quadro esistente nel primo *Action Plan* del 2018, la pandemia ha sicuramente fatto emergere gli effetti che eventi catastrofici di portata globale possono causare sui settori più esposti ai rischi ESG¹⁰³. Ciò pone nuovamente

⁹⁷ COMMISSIONE EUROPEA, «Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il *Green Deal* europeo», COM(2021) 188 final, 21 aprile 2021, Bruxelles.

⁹⁸ Regolamento Delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale

⁹⁹ La proposta di direttiva che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, COM(2021) 189 final, è stata approvata e, poi, pubblicata in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 16 dicembre 2022. Si veda Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD).

¹⁰⁰ Regolamento delegato (UE) della Commissione che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, C(2021) 2616 final, 21 aprile 2021, Bruxelles.

¹⁰¹ Regolamento delegato (UE) della Commissione che modifica i regolamenti delegati (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti in materia di controllo e di governo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e nelle norme di comportamento e nella consulenza in materia di investimenti per i prodotti di investimento assicurativi, C(2021) 2614 final, 21 aprile 2021, Bruxelles.

¹⁰² COMMISSIONE EUROPEA, «Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il *Green Deal* europeo», 1.

¹⁰³ LINCIANO ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», 87.

al centro del *focus* della Commissione il legame tra la finanza sostenibile e l'unione dei mercati di capitali per una ripresa economica sostenibile ed inclusiva. Mentre i mercati fungono da catalizzatore di un'efficace mobilitazione e allocazione delle risorse verso investimenti sostenibili, la finanza sostenibile rileva l'importanza della costruzione di un mercato veramente unico e sostenibile.

Il pacchetto dalla Commissione si basa sui risultati del lavoro svolto dall'*High Level Expert Group on sustainable Finance* (HLEG) e su quello del *Technical Expert Group on Sustainable Finance*, istituito nel giugno 2018 con il compito di assisterla nello sviluppo delle proposte legislative del maggio dello stesso anno¹⁰⁴. Altro organo consultivo, istituito per la prima volta nell'ottobre 2020, di fondamentale importanza nel dialogo e cooperazione tra gli *stakeholders* è la Piattaforma sulla Finanza Sostenibile, che riunisce le migliori competenze in materia di sostenibilità delle imprese, del settore pubblico, dell'industria, del settore finanziario, del mondo accademico e della società civile¹⁰⁵.

Le proposte della Commissione sono state meglio definite dalla strategia aggiornata per la finanza sostenibile pubblicata il 6 luglio 2021, la c.d. *Renewed Sustainable Finance Strategy*¹⁰⁶. Quest'ultima individua quattro obiettivi da raggiungere per una piena transizione dell'economia verso la sostenibilità: i) finanziare la transizione verso la sostenibilità¹⁰⁷; ii) inclusività¹⁰⁸; iii) resilienza e contributo del settore finanziario; iv) ambizione globale.

¹⁰⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «Technical expert group on sustainable finance (TEG)», *General Publications*, 13 giugno 2018, https://finance.ec.europa.eu/publications/technical-expert-group-sustainable-finance-teg_en.

¹⁰⁵ COMMISSIONE EUROPEA, «Platform on Sustainable Finance», https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en.

¹⁰⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy», COM(2021) 390 final, 6 luglio 2021, Strasburgo, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52021DC0390>.

¹⁰⁷ Nell'ambito del primo obiettivo viene in rilievo l'Azione 1 della strategia, secondo cui, “per sviluppare un quadro più esaustivo e contribuire al finanziamento delle fasi intermedie verso la sostenibilità”, la Commissione intende adottare un atto delegato complementare relativo agli aspetti climatici della Tassonomia non contemplate nel primo atto delegato. *Ibid*, 8.; Sui risultati di tale aspirazione si veda *infra* §6.2.

¹⁰⁸ In particolare, l'Azione 2 si pone come obiettivi, innanzitutto, di incoraggiare i singoli investitori e le PMI, nell'economia dell'Unione se ne contano 23 milioni, ad accedere alle opportunità della finanza sostenibile, attraverso l'elaborazione di norme semplificate di comunicazione volontaria sulla sostenibilità predisposte dal Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria (EFRAG) e l'utilizzo delle tecnologie digitali. *Ibid*, 13.

In merito al terzo obiettivo, l’Azione 3, nello specifico, aspira ad azioni complementari per migliorare l’integrazione dei fattori di sostenibilità nella valutazione e governo del rischio nel settore finanziario, sia nei principi d’informativa finanziaria e nelle pratiche contabili, che nell’attività delle banche e assicurazioni. La loro capacità di individuare e gestirli e di assimilare le perdite finanziarie da essi derivanti è vitale per la stabilità finanziaria e la resilienza dell’economia reale durante la transizione. In considerazione del fatto che i progressi fatti non sono ancora sufficienti, la Commissione propone delle modifiche del quadro prudenziale per le banche¹⁰⁹, stabilendo requisiti tecnici di misurazione e monitoraggio dei rischi di sostenibilità e *stress tests* in relazione ai cambiamenti climatici. A tal fine, è necessario rafforzare la cooperazione tra la Commissione, le autorità di vigilanza europee¹¹⁰ e la Banca centrale europea (BCE) in modo da mitigare tutti i rischi sistematici di sostenibilità che possano avere un impatto duraturo sulla stabilità finanziaria, attraverso, appunto, prove di stress regolari e valutazione degli strumenti macroprudenziali¹¹¹. D’altra parte, ancora in relazione al terzo obiettivo, con l’Azione 4 la Commissione si prefigge, prima di tutto, di migliorare il flusso di informazioni sulla sostenibilità degli istituti finanziari attraverso la c.d. “*financial value chain*” e l’informativa verso gli *stakeholders*, attraverso la proposta di direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità. L’Azione 5 si occupa, poi, *inter alia* di

¹⁰⁹ Regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) e direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD4), rispettivamente regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, e direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27.6.2013). Entrambi sono stati modificati a seguito del *new banking package* del 20 maggio 2019, costituito dal regolamento (UE) 2019/876 (CRR2) e dalla direttiva (UE) 2019/878 (CRD5).

¹¹⁰ Con l’acronimo, divenuto di uso comune, *ESAs* (*European Supervisory Authorities*) si fa riferimento alle tre autorità di vigilanza europee: *European Banking Authority* (EBA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), *European Securities and Markets Authority* (ESMA). L’attività principale delle ESAs è di armonizzazione della vigilanza finanziaria nell’Unione attraverso lo sviluppo di un *corpus* unico di *standard* prudenziali per le istituzioni finanziarie, garantendone, allo stesso tempo, una corretta applicazione. Esse si occupano altresì di valutare i rischi e le vulnerabilità nel settore finanziario. BANCA CENTRALE EUROPEA, «Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria», Sistema europeo di vigilanza finanziaria, s.d., <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.it.html>.

¹¹¹ COMMISSIONE EUROPEA, «Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy», 16.

affrontare i problemi legati alla pratica del *greenwashing*, così da garantire che i poteri, le capacità e gli obblighi di vigilanza siano più idonei allo scopo¹¹².

Nel complesso, la nuova strategia della Commissione si regge su un'architettura internazionale ambiziosa e flessibile. Architettura che si caratterizza, per un verso, per la sua flessibilità alle nuove scoperte scientifiche e ai *feedback* di mercato, per altro verso, per la sua graduale applicazione così da consentire agli operatori di mercato di familiarizzare con gli obblighi di divulgazione prima che diventino applicabili¹¹³.

Per quanto attiene alla vigilanza prudenziale, il 27 ottobre 2021 la Commissione¹¹⁴ ha pubblicato un pacchetto destinato al settore bancario di revisione del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR2)¹¹⁵ e della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD5)¹¹⁶. Questo *set* di misure rappresenta l'ultima tappa di attuazione nell'Unione dell'accordo di Basilea III per rendere le banche più resilienti a possibili *shock* economici. L'analisi delle proposte e delle riforme del pacchetto, così come della normativa prudenziale europea in generale, saranno oggetto di approfondimento del terzo capitolo di questo elaborato. Tuttavia, per quanto rileva in questa sede, il rafforzamento della resilienza del settore bancario ai rischi ambientali, sociali e di *governance* rientra tra le azioni della *Renewed Sustainable Finance Strategy*, imponendo alle banche una gestione sistematica di tali rischi e di comunicazione del loro livello di esposizione agli stessi. Si vuole così garantire che il rischio di sostenibilità entri nella gestione "ordinaria" delle altre tipologie di rischi con cui il settore bancario deve interfacciarsi.

¹¹² *Ibid*, 21.

¹¹³ F. CONTE, «La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi», *federalismi.it*, fasc. 33 (14 dicembre 2022): 18.

¹¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «Pacchetto destinato al settore bancario 2021: nuove norme dell'UE volte a rafforzare la resilienza delle banche e assicurare una migliore preparazione per il futuro», Comunicato stampa, 27 ottobre 2021, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_5401.

¹¹⁵ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'*output floor*», COM(2021)664 final, 27 ottobre 2021, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0664>.

¹¹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE», COM(2021) 663 final, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0663>.

La centralità del settore finanziario e bancario in particolare nella transizione sostenibile è, ancora, sottolineata da Mairead McGuinness, Commissaria per la Stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l'Unione dei mercati dei capitali, la quale ha dichiarato che, “nella fase di ripresa, il ruolo che spetta alle banche è essenziale ed è nel nostro interesse che le banche dell'UE siano resilienti in futuro. Il pacchetto odierno garantisce l'adeguatezza del settore bancario dell'UE alle esigenze del futuro e gli permette di continuare ad essere una fonte affidabile e sostenibile di finanziamento per l'economia dell'UE. Attraverso l'integrazione delle valutazioni dei rischi ESG, le banche saranno meglio preparate e protette per far fronte a sfide future come i rischi climatici”¹¹⁷.

Per completezza, bisogna citare la recente pubblicazione in data 13 giugno 2023 di un nuovo pacchetto legislativo di finanza sostenibile¹¹⁸, che intende rendere più accessibile per le imprese il *framework* esistente così da meglio supportare l'attuazione degli obiettivi del *Green Deal* e continuare a supportare le società nella loro scelta di investire nella transizione alla sostenibilità. In particolare, la Commissione ha pubblicato una proposta di regolamento per migliorare l'affidabilità e la trasparenza delle attività di rating ESG¹¹⁹; ha adottato modifiche all'atto delegato per la Tassonomia del clima dell'UE¹²⁰, al fine di includere un maggior numero di attività economiche che coprano tutti gli obiettivi ambientali e coprire più settori economici.

Infine, il pacchetto contiene anche un *set* di raccomandazioni volte a facilitare la finanza per la transizione verso un'economia sostenibile, fornendo orientamenti ed

¹¹⁷ COMMISSIONE EUROPEA, «Pacchetto destinato al settore bancario 2021: nuove norme dell'UE volte a rafforzare la resilienza delle banche e assicurare una migliore preparazione per il futuro».

¹¹⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «A sustainable finance framework that works on the ground», COM(2023) 317 final, 13 giugno 2023, Strasburgo. https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package-2023_en.

¹¹⁹ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities», COM(2023) 314 final, 13 giugno 2023, Strasburgo. https://ec.europa.eu/finance/docs/law/230613-proposal-sustainable-finance_en.pdf.

¹²⁰ COMMISSIONE EUROPEA, bozza di «Commission Delegated Regulation (EU) .../... of XXX amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 establishing additional technical screening criteria for determining the conditions under which certain economic activities qualify as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether those activities cause no significant harm to any of the other environmental objectives», C(2023) 3850/3, Bruxelles, XXX. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-climate_en.pdf.

esempi pratici ad imprese (comprese le PMI), intermediari finanziari ed investitori, Stati membri, le ESAs e le autorità nazionali competenti¹²¹.

Ancora una volta, agli intermediari finanziari e alle banche, nello specifico, viene riconosciuto un ruolo chiave nel sostenere la transizione dell'economia reale verso la sostenibilità attraverso la fornitura di finanziamenti¹²². Le banche, infatti, godono di una posizione favorevole per fornire prestiti ed investimenti bancari, grazie alle loro strette relazioni con i clienti, che forniscono alle stesse informazioni sulla sostenibilità utili a semplificare l'attività di investimento, quindi la scelta di cosa includere nei prodotti di investimento, di valutare le implicazioni dei diversi orizzonti temporali ed i rischi legati agli *stranded assets*¹²³, così stimolando il capitale privato verso investimenti finanziari ecosostenibili. Al settore creditizio viene, inoltre, riconosciuto il merito di esercitare un forte impatto attraverso rigide politiche creditizie inclusive dei fattori di sostenibilità sulle condotte degli operatori economici, così da incentivarli alla conversione dei loro modelli di produzione¹²⁴.

In questo senso, quindi, le banche fanno da *trait d'union* tra le esigenze del settore non finanziario e quello finanziario. Il sistema di informazioni fornite dal primo sulla base della *Non-Financial Reporting Directive* prima e della *Corporate Sustainability Reporting Directive* ora risponde anche a specifiche esigenze del settore finanziario, sul piano dell'impostazione dei requisiti in materia di *governance*, di gestione del rischio, di analisi degli scenari ed informativa. Si cerca, quindi, di assicurare, da un lato, un flusso informativo regolare da parte delle società di cui

¹²¹ COMMISSIONE EUROPEA, bozza di «Commission recommendation on facilitating finance for the transition to a sustainable economy», C(2023) 3844/3, Bruxelles, XXX. https://ec.europa.eu/finance/docs/law/230613-transition-finance-recommendation_en.pdf.

¹²² COMMISSIONE EUROPEA, bozza di «Commission Recommendation on facilitating finance for the transition to a sustainable economy», C(2023) 3844/3, XXX, Bruxelles, 6.

¹²³ Letteralmente “beni incagliati”. Si fa riferimento ad investimenti legati all'economia del carbonio e destinati a perdere valore nei prossimi anni prima di essere completamente ammortizzati, a casa di una prematura o imprevista svalutazione degli *assets*. L'espressione è stata per la prima volta utilizzata nel 2015 dall'allora Governatore della *Bank of England*, Mark Carney, ed è poi divenuta di uso comune. Si veda S. MEREDITH, «UN's Mark Carney says 'enormous' stranded assets show the need for a rapid energy transition», CNBC, 21 ottobre 2021, <https://www.cnbc.com/2021/10/21/climate-stranded-assets-show-the-need-for-rapid-energy-transition-carney-says.html>.

¹²⁴ M. SEMERARO, «Fattori di sostenibilità ambientale e politiche creditizie: rischio climatico e accesso al credito», in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, I diritti economici 24 (Wolters Kluwer; CEDAM, 2022), 255.

necessitano i partecipanti del mercato, dall'altro che l'intera catena del valore finanziario disponga di informazioni coerenti ed affidabili sulla sostenibilità¹²⁵.

Di questa complementarità è consapevole la Commissione, che, infatti, nelle varie agende europee sulla finanza sostenibile, ha posto l'attenzione su tre fondamentali aspetti: i) la Tassonomia europea, quale strumento centrale dell'intero quadro normativo; ii) il rafforzamento dell'informativa di sostenibilità sia precontrattuale volta alla promozione e sottoscrizione di investimenti sostenibili (regolamento SFDR), sia la rendicontazione non finanziaria, attraverso la nuova direttiva sul *reporting* di sostenibilità delle imprese; iii) la responsabilità, in relazione non solo all'intera catena di valore come vuole la proposta di direttiva sulla *due diligence* societaria, ma anche ai doveri fiduciari e alle preferenze di sostenibilità.

Il collegamento tra questi tre aspetti diviene ancora più evidente nel settore bancario. Per le banche la sfida alla sostenibilità non riguarda solo il piano reputazionale (che non è comunque da sottovalutare), ma anche l'impatto che l'integrazione dei fattori ESG può avere sui requisiti prudenziali, o per meglio dire "le possibili agevolazioni a livello di assorbimento di capitale per le operazioni di finanziamento collegate alla sostenibilità"¹²⁶. La sostenibilità, quindi, invita, da una parte, le banche a dotarsi di una struttura interna di *business* adeguata alle richieste comunitarie, dall'altra, a porsi quali *partner* delle imprese, anche nella fase di identificazione delle esigenze di investimento della clientela; essa deve penetrare in tutti i livelli operativi dell'attività creditizia, a partire dal "basso" del rapporto con il cliente, per conoscerne le preferenze di sostenibilità, fino ad arrivare ai "vertici" della *governance* societaria con la definizione dei piani strategici, che si traducono, a "valle", nella pubblicazione delle dichiarazioni non finanziarie¹²⁷.

¹²⁵ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 486.

¹²⁶ *Ibid*, 461.

¹²⁷ G. SCHNEIDER, «Per un approccio alla finanza sostenibile: il *greenwashing* sotto la lente del rischio di condotta», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2020): 225.

2. Il nuovo concetto di responsabilità sociale d'impresa.

L'origine del concetto di *Corporate Social Responsibility* (CSR) ha radici molto lontane, ma la scelta di affidare alle società per azioni obiettivi di protezione dell'ambiente e della salute del Pianeta è più recente. L'attualità, infatti, dello scenario internazionale, gli sviluppi a livello europeo, la gravità della crisi pandemica¹²⁸ hanno esteso il perimetro originario della CSR alla sostenibilità, riportando al centro uno dei temi più dibattuti nella storia del diritto societario¹²⁹: quale sia l'interesse o il *purpose* che le società per azioni devono perseguire e qual è l'orizzonte temporale in cui operare per la creazione di valore per la società stessa. Tradizionalmente contrapposti sono lo *short-termism* e il *long-termism*.

Nulla di nuovo riportare il rilevante numero di teorie che si sono susseguite e i fiumi di parole sono stati spesi. Per cui, in questa sede si tenterà, per quanto possibile, di ripercorrerne l'evoluzione per giungere alle attuali e condivise definizioni di interesse sociale e responsabilità sociale d'impresa (RSI).

2.1. *Short-termism, long-termism e la nuova sustainability.*

Procedendo con una breve ricostruzione storica, si ricorda che la prima definizione di “responsabilità d'impresa” si deve al “*Father of Corporate Social Responsibility*”¹³⁰, Howard R. Bowen, che nel 1953 la identificava nell’“insieme di obblighi morali e personali che il datore di lavoro deve seguire, considerando l'esercizio di politiche, decisioni o linee d'azione in termini di obiettivi e valori desiderati dalla società”¹³¹. Secondo Bowen, lo svolgimento dell'attività aziendale influenza i suoi *stakeholders* (azionisti, dipendenti e clienti), avendo risvolti diretti

¹²⁸ G. FERRARINI, «Corporate Purpose and Sustainability», *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*, fasc. 559 (2020): 13, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3753594>.

¹²⁹ BRESCIA MORRA, «Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile.», 85.

¹³⁰ A. B. CARROLL, «Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct», *Business & Society* 38, fasc. 3 (settembre 1999): 270.

¹³¹ H. R. BOWEN, *Social Responsibilities of the Businessman* (University of Iowa Press, 1953), 6.

sulla società nel suo complesso¹³². Per cui, lo scopo stesso del *business* potrebbe ampliarsi alla massimizzazione della ricchezza per la società.

Il filone manageriale inaugurato da Bowen si è sviluppato negli anni '70 del secolo scorso attorno nella visione neoclassica dello *Shareholder Value* elaborata da Milton Friedman, che attribuisce alla CSR la caratteristica di “*fundamentally subversive doctrine*” perché “*there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud*”¹³³.

È questa la fase del c.d. *investor capitalism* e della *shareholder primacy*, che si fonda sul presupposto che i soci sono i “proprietari” della società ed il consiglio di amministrazione non può che perseguire la massimizzazione del profitto per gli azionisti. È noto che questi paradigmi sono stati oggetto di diverse critiche. Da un lato, infatti, è stata affermata la rilevanza di interessi altri rispetto a quello “centrale” del socio, dall’altro, si è ritenuto che il comportamento degli amministratori non possa essere finalizzato esclusivamente alla massimizzazione del “valore” per gli *shareholders*¹³⁴. In relazione al secondo aspetto, infatti, il rischio latente è quello dello *short-termism*, cioè l’eccessiva attenzione degli amministratori al prezzo corrente delle azioni, tale da mettere a rischio la crescita di lungo termine e gli interessi degli altri *stakeholders*, in favore del successo dell’impresa. La pressione esercitata dagli azionisti indurrebbe il *board* ad utilizzare la liquidità per la distribuzione dei dividendi, a scapito del re-impiego degli utili per investimenti di lungo periodo¹³⁵.

È stato osservato¹³⁶ che, nonostante abbia un duplice significato, l’accezione negativa del termine *short-term* è quella più diffusa. In un primo senso, *short-term* può semplicemente indicare azioni o attività che non hanno bisogno di un orizzonte temporale lungo per essere sviluppate, ma che si esauriscono, appunto, nel breve

¹³² TETTAMANZI - MINUTIELLO, *Il bilancio di sostenibilità come strumento di rendicontazione aziendale: evoluzione storica, criticità, analisi di casi pratici*, 17.

¹³³ M. FRIEDMAN, «The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits», *The New York Times*, 13 settembre 1970, <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.

¹³⁴ TOMBARI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria, 37.

¹³⁵ G. D. MOSCO - R. FELICETTI, «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*», *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1 (2022): 188, <https://doi.org/10.1433/104835>.

¹³⁶ STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 34.

termine. La seconda accezione, quella “patologica”, è invece utilizzata per descrivere una condotta che nel lungo periodo non consente il raggiungimento di risultati migliori, o addirittura, comporta conseguenze dannose e indesiderate¹³⁷. Secondo questa opinione, i due significati non vanno confusi né tantomeno si può limitarsi a porre sotto una luce non favorevole qualsiasi scelta gestoria che si consumi nel breve termine¹³⁸.

La teoria dello *shareholder value* rappresenta la parte più radicale di quella che più generalmente è definita “teoria contrattualistica”, secondo cui la società viene configurata come un *nexus of contracts*, rispetto al quale l’azionista è il soggetto che investe il proprio capitale nella società e delega la gestione agli amministratori, attraverso contratti di agenzia. È evidente come questa teoria si adatta bene ad un sistema di società ad azionariato diffuso come quello Anglo Americano. L’essenza dell’impresa è individuata nell’intreccio di contratti (c.d. *agency relationships*) tra gli azionisti e i *managers*. In questo assetto negoziale, basato sulla separazione tra proprietà e controllo, si intuisce facilmente che il socio è principalmente interessato ad ottenere la remunerazione del proprio investimento¹³⁹, perché “il «piccolo azionista», persona fisica, può, come massima e discutibile soddisfazione, esercitare il ruolo, vagamente spregevole, del disturbatore di assemblea”¹⁴⁰. Nel contesto italiano, poi, la teoria contrattualistica rinviene il suo baluardo nell’art. 2247 c.c., che indentifica lo scopo di profitto oggettivo e soggettivo quale causa del contratto e giustificazione dell’istituto¹⁴¹. Nell’ordinamento italiano, almeno fino alle considerazioni che a breve si leggeranno, l’approccio interpretativo all’art. 2247 c.c. più funzionale sarebbe stato quello introdotto da Mignoli, secondo il quale “l’interesse sociale è la tendenza alla realizzazione dello scopo della società, e come tale, è comune a tutti i soci, in senso obiettivo ed astratto [...] è l’interesse dei soci, depurato da ogni interesse

¹³⁷ F. DENOZZA, «Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1 (2021): 36.

¹³⁸ In questo senso si sostiene quanto concluso da STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 34.

¹³⁹ E. LAUDANI, «L’impresa societaria tra Corporate Social Responsibility e Shareholder value», *Cammino Diritto*, fasc. 10 (2019): 13.

¹⁴⁰ P. G. JAEGER, «L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)», *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 6 (2000): 804.

¹⁴¹ TOMBARI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria, 100.; Eugenia Macchiavello, «Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi», *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. 1 (2019): 205.

extrasociale”¹⁴². Le norme poste dal legislatore con scopi pubblicistici in materia societaria non possono, quindi, che rappresentare limiti esterni all’attività dell’impresa, senza poterne modificarne lo scopo¹⁴³.

A questa teoria se ne contrappone un’altra di matrice tedesca degli anni Venti del Novecento, c.d. “istituzionalista”, che identifica l’interesse sociale in quello proprio della società, quale conglomerato di diversi interessi, ed il cui obiettivo di efficienza deve prevalere anche sull’interesse dei soci¹⁴⁴. Il fondatore è considerato W. Rathenau, che sostiene che l’impresa, a cui è affidato un ruolo centrale nello sviluppo economico di un paese, permea l’interesse sociale a tal punto da far prevalere l’oggetto sociale sullo scopo del contratto, che diviene quello di produrre ricchezza, lavoro e benessere per l’intera comunità in cui opera¹⁴⁵.

Dall’approccio istituzionalista, R. Edward Freeman, già premio Nobel per l’economia nel 1976, prende spunto, nel 1984, per la sua *Stakeholder Theory*. Secondo Freeman, gli amministratori devono prendere in considerazione gli interessi e il ruolo di ogni gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento dello scopo societario (i c.d. *stakeholders* appunto)¹⁴⁶. Questi individui vengono suddivisi in base alla loro natura e alla loro relazione con l’organizzazione. Un primo gruppo, essenziale per il corretto funzionamento dell’impresa, è composto da soggetti che normalmente sono legati alla stessa da un contratto formale, cioè proprietari, azionisti, dipendenti, sindacati, clienti, fornitori, ecc. Un secondo gruppo, che, non presentando tale rapporto contrattuale, è indirettamente coinvolto nelle attività economiche dell’impresa e può esercitarne una significativa influenza (cittadini, concorrenti, governo, ecc.)¹⁴⁷.

Lo *stakeholder capitalism* costringe, così, a riconsiderare il concetto di “valore creato” comprensivo del valore dell’azienda all’interno della società e lontano da un’ottica meramente lucrativa¹⁴⁸.

¹⁴² A. MIGNOLI, «L’interesse sociale», *Rivista delle Società*, 1958, 748.

¹⁴³ *Ibid*, 757.

¹⁴⁴ LAUDANI, «L’impresa societaria tra Corporate Social Responsibility e Shareholder value», 3.

¹⁴⁵ W. RATHENAU, «La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite da un’esperienza degli affari», *Rivista delle Società*, 1960, 912–47.

¹⁴⁶ R. E. FREEMAN, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Cambridge University Press, 2010), 52.

¹⁴⁷ CONTE, «La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi», 5.

¹⁴⁸ C. BUSCO, «Governare, gestire e comunicare la Sostenibilità d’impresa e le metriche ESG», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2023): 35.

Un'equivalenza spesso suggerita, ma che Stella Richter jr definisce “decettiva”¹⁴⁹ è, appunto, quella tra *shareholderism* e *short-termism*, da una parte, e *stakeholderism* e *long-termism*, dall'altra.

Per quanto riguarda la seconda relazione, questa proverrebbe dalla necessità di considerare, oltre ai soci investitori principalmente interessati alla remunerazione (e, quindi ad obiettivi di breve periodo), una pluralità di *stakeholders* non finanziari che potrebbero essere portatori di interessi che per loro natura richiedono un'adozione di prospettiva di lungo periodo¹⁵⁰. Il *long-termism*, in particolare, può suggerire una prospettiva di lungo periodo in relazione sia ai doveri degli amministratori, sia all'atteggiamento dei soci investitori come orizzonte temporale considerato per un certo investimento, oppure come periodo di partecipazione in una certa società¹⁵¹. Non bisogna, tuttavia, cedere alla “*tyranny of the long term*”¹⁵² e considerare le scelte di lungo periodo come necessariamente positive¹⁵³. Infatti, per quanto riguarda gli amministratori, si può notare che gli errori di “miopia”, propri di un atteggiamento *profit-oriented*, sono tanto comuni quanto quelli di “ipermetropia”, dovuti a *long-term bias*¹⁵⁴. Non è, inoltre, da trascurare che un eccessivo richiamo all'esigenza di conciliare interessi diversi e contrastanti potrebbe dar luogo ad incertezza giuridica ed ampliamento dei poteri discrezionali degli amministratori, dovendosi giustificare

¹⁴⁹ STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 47.

¹⁵⁰ La connessione tra la considerazione di questi interessi e visioni di lungo periodo non è ovviamente necessitata, dal momento che gli *stakeholders* diversi dai soci ben potrebbero aspirare anche a visioni di breve periodo. È evidente però che la tutela di interessi non finanziari, quali ad esempio la tutela dell'ambiente, sia inquadrabile in un'ottica di *long-term*. F. DENOZZA, «Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment», 33.

¹⁵¹ *Ibid*, 39.

¹⁵² «The tyranny of the long term», *The Economist*, 20 novembre 2014, <https://www.economist.com/business/2014/11/20/the-tyranny-of-the-long-term>.

¹⁵³ Non si può non ricordare il famoso aforisma di Keynes, secondo cui “*this long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task, if in tempestuous seasons they can only tell us, that when the storm is long past, the ocean is flat again*”. J. M. KEYNES, *A tract on monetary reform* (St. Martin's Street, London: MacMillan and co. Limited, 1924), 80.

¹⁵⁴ Errori di questo tipo possono essere dovuti da eccesso di fiducia nelle proprie scelte o strategie, la sopravvalutazione del controllo, la carenza di riscontri chiari e tempestivi o la mancanza di sufficienti dati di confronto. F. DENOZZA, «Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment», 42.

qualunque scelta al vantaggio ora dell'uno, ora dell'altro gruppo di *stakeholders*, con il pericolo di ingigantimento dei problemi di agenzia e relativi costi¹⁵⁵.

Non si possono, quindi, concentrare tutti gli sforzi di un'impresa sul lungo periodo ed ignorare il breve, dal momento che è evidente che le scelte in favore del primo implicano sacrifici e problemi nel rapporto tra benefici e costi. Lo stesso si potrebbe dire dello *short-termism*. Perciò, in definitiva, si sostiene la necessaria contemperanza di *short-termism* e *long-termism* nella gestione dell'impresa sociale, in quanto le storture di breve periodo sono corrette da quelle di lungo periodo e viceversa per giungere ad un equilibrio¹⁵⁶.

Altri influenti autori, negli anni successivi, hanno tentato di legare l'evoluzione del concetto di CSR alle esigenze della nuova società moderna, accompagnandosi ad una evoluzione terminologica ed introducendo nuove sfumature nell'ampio *genus* dello *shareholderism* e dello *stakeholderism*¹⁵⁷.

Al dibattito sulla CSR si è progressivamente affiancato quello sui limiti del capitalismo e sulla necessità di una sua trasformazione¹⁵⁸, sottolineandone le gravi responsabilità nel deterioramento del rapporto tra l'uomo e la natura, nella crescita della povertà e dell'esclusione sociale, e la necessaria condizione di un controllo

¹⁵⁵ M. MAUGERI, «“Pluralismo” e “monismo” nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable)», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 3 (2019): 642.

¹⁵⁶ STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 50.; DENOZZA, «Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment», 38.

¹⁵⁷ Per un'analisi degli sviluppi di queste teorie si veda L. A. BEBCHUK - R. TALLARITA, «The Illusory Promise of Stakeholder Governance», *Cornell Law Review* 106, fasc. 12 (26 febbraio 2020): 91–178.; G. FERRARINI, «An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity», *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2020): 27–42.

¹⁵⁸ Sul ruolo delle imprese come agenti del cambiamento sociale M. E. PORTER e M. R. KRAMER, «The Big Idea. Creating Shared Value. How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth», *Harvard Business Review*, fasc. January-February (2011): 1–17. Gli autori hanno elaborato il concetto di *Shared Value*, definibile come l'insieme di politiche e pratiche operative che contribuiscono sia ad accrescere la competitività dell'impresa che a migliorare le condizioni sociali ed economiche della società. In questo senso, la creazione di valore si lega anche ad aspetti socio-ambientali e gli *stakeholders* diventano parte integrante dell'organizzazione aziendale e del processo decisionale. BUSCO, «Governare, gestire e comunicare la Sostenibilità d'impresa e le metriche ESG», 29.; Allo stesso modo, C. Mayer sostiene la necessità per la legge di consentire alle società di stabilire un *corporate purpose* che allinei i suoi incentivi con quello della collettività e del pianeta. C. MAYER, «What Is Wrong with Corporate Law? The Purpose of Law and the Law of Purpose», *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper* 649 (giugno 2022): 1–17, <https://doi.org/10.1146/annurev-lawsocsci-050520-102251>.

sull'esercizio delle attività economiche per garantire la tutela dei beni comuni¹⁵⁹. Questi temi si affermano come istanze rilevanti dell'impegno etico che si chiede alle imprese, nella consapevolezza generale dei rischi generati da alcune attività produttive e dalla delocalizzazione delle attività in paesi sottosviluppati, ancora privi di presidi normativi a difesa degli aspetti ambientali e sociali. I movimenti ecologisti degli anni Cinquanta e Sessanta del Novecento, sempre più di frequente, hanno denunciato gli abusi perpetrati dalle grandi società alla comunità generalmente intesa, la cui soluzione è rinvenuta nell'impegno a rinunciare ad una parte dei loro profitti per garantire i beni comuni, la salute, la libertà ed il rispetto della persona umana. Le grandi *corporations* rispondono alle sollecitazioni dell'opinione pubblica con l'introduzione nei codici etici di impresa di un insieme di regole prescrittive di responsabilità sociale e ambientale, spesso corollati anche da un sistema di controlli e sanzioni a garanzia della loro osservanza, di bilanciamento dell'interesse al profitto con gli interessi esterni degli *stakeholders* non finanziari¹⁶⁰. Alle imprese quindi si richiede un cambiamento del modello di sviluppo, attraverso una declinazione della CSR anche in termini di *accountability* e della rendicontazione, per esigenze di trasparenza, controlli e formali responsabilità. Il tutto, tuttavia, pur sempre in un'ottica volontaria¹⁶¹.

Di fatti, in questo senso viene ripresa una concezione "etica"¹⁶² della responsabilità sociale d'impresa, in considerazione del fatto che l'impresa è principalmente mossa da ragioni di opportunità di *marketing*, per migliorare e proteggere la propria reputazione nei mercati in cui opera.

¹⁵⁹ S. ROSSI, «Il diritto della *Corporate Social Responsibility*», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1 (2021): 114.

¹⁶⁰ *Ibid.*; S. ROSSI, «I codici etici di impresa», in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a c. di Paolo Montalenti e Mario Notari, Quaderni di giurisprudenza commerciale 444 (Giuffrè, 2022), 75.

¹⁶¹ LINCIANO ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», 18.

¹⁶² La tradizionale definizione del concetto etico di responsabilità sociale d'impresa si deve ad A. B. Carroll, secondo cui "*the social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical and discretionary (later referred to as philanthropic) expectations the society has of organizations at a given point in time*". A. B. CARROLL, «The Pyramid of Corporate Social Responsibility: toward Moral Management of Organizational Stakeholders», *Business Horizons*, fasc. July-August (1991): 42.; Carroll sostiene, quindi, che oltre al rispetto delle leggi e regolamenti, alle imprese è richiesta una conduzione degli affari in modo etico. Di conseguenza, le responsabilità etiche abbracceranno quelle attività politiche, pratiche che non sono codificate nella legge, ma attese o proibite dalla società. L'obiettivo è responsabilizzare le imprese al rispetto di valori, principi e *standard* che riflettono ciò che gli *stakeholders* considerano coerente rispetto alla protezione dei loro diritti morali. P. TETTAMANZI - V. MINUTIELLO, a c. di, *ESG: Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting* (Wolters Kluwer, 2022), 26.

Nonostante un iniziale atteggiamento piuttosto cauto del legislatore sul tema, le numerose iniziative internazionali e poi europee sulla sostenibilità succedutesi dagli anni Ottanta del Novecento in poi, hanno comportato un'evoluzione non solo terminologica-formale, ma anche sostanziale della responsabilità sociale d'impresa.

Le ragioni di questo cambio di rotta nella visione degli organi internazionali, ed in particolare di quelli dell'Unione europea, sono diverse. Innanzitutto, vi è la crisi finanziaria del 2007-2008, causata dall'atteggiamento degli amministratori eccessivamente di breve periodo e dall'assenza di controllo da parte dei soci su tali decisioni. Vi è, poi, la necessità di ripristinare il ruolo dei soci quale parte attiva nella gestione dell'impresa, nel ruolo di sorveglianti attenti ai rischi ai fattori che nel lungo termine possono incidere sul successo della società¹⁶³.

Difatti, più di recente, l'attenzione posta sull'urgenza di strategie integrate per affrontare la crisi climatica, sull'impoverimento delle risorse naturali e sui cambiamenti demografici, ha accresciuto la consapevolezza che temperare la tradizionale logica del profitto “non costituisce un vincolo per le imprese, ma un'opportunità di differenziazione e crescita”¹⁶⁴.

Lo stesso concetto responsabilità sociale d'impresa disposto dalla Commissione europea si è evoluto. Si è passati dalla definizione iniziale contenuta nel Libro Verde del 2001 di “integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate”¹⁶⁵, ad una definizione pro-attiva, secondo cui per soddisfare completamente la loro CSR, le imprese devono procedere ad integrare le questioni sociali, ambientali, etiche, i diritti umani e le sollecitazioni dei consumatori nelle loro operazioni commerciali e nella loro strategia di base all'impatto delle stesse sulla società¹⁶⁶. Rispetto alla prima, nella seconda definizione viene meno la tendenza “volontaristica” e “di nicchia”¹⁶⁷ della

¹⁶³ DENOZZA, «Lo scopo della società tra *short-termism* e *stakeholder empowerment*», 31.

¹⁶⁴ CONTE, «La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi», 1.

¹⁶⁵ COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, «Libro Verde, Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese», COM(2001) 366 final, 7, 18 luglio 2011, Bruxelles, [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf).

¹⁶⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese», 7, COM(2011) 681 final, 25 ottobre 2011, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:it:PDF>.

¹⁶⁷ Con l'espressione si fa riferimento all'impegno assunto soltanto da un gruppo di imprese “virtuose” che adottavano scelte di *business* e di *governance* che andassero oltre i meri obblighi giuridici

CSR a favore del dovere delle imprese di considerare gli impatti negativi e positivi della loro attività sulla società e sull'ambiente¹⁶⁸, nel convincimento che questa vada a vantaggio non solo degli *stakeholders* esterni, ma anche della competitività dell'impresa in termini di minori costi, maggiore successo di mercato, migliori condizioni sul mercato dei capitali e migliore gestione del rischio¹⁶⁹.

Vengono meno, in questo modo, gli aspetti più radicali che avevano connotato, fino a questo punto, il concetto di responsabilità d'impresa: da una parte si supera la concezione neoclassica dello *shareholder value* tipicamente legata ad obiettivi di breve periodo¹⁷⁰; dall'altra ci si libera di una concezione prettamente "moralistica" della responsabilità sociale d'impresa, esclusivamente concentrata sul raggiungimento di obiettivi di lungo periodo, anche a costo di generare perdite dannose per la stessa impresa. In questo nuovo significato, le istanze di responsabilità sociale di impresa perdono l'aspetto critico verso il modello di sviluppo capitalistico, la vocazione "trasformativa", acquistando, invece, una componente "migliorativa" della gestione dell'impresa, al fine di combinare le esigenze di massimizzazione del profitto con quelle ambientali e sociali¹⁷¹.

È questa la fase della *Sustainability*, del "neoistituzionalismo"¹⁷², o, meglio, dei fattori ESG. Si assiste ad una transizione ad un contesto in cui si promuove un legame tra la responsabilità e la "profittabilità", intesa come strategia di crescita economica

e regolamentari, a tutela degli interessi di una platea più ampia di soggetti. B. LOMBARDI, «La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento n.2 al n.1 (2022): 90.

¹⁶⁸ L. MARCHEGIANI, «Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione d'impresa e fiducia degli stakeholders», *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, fasc. 1 (2021): 113, <https://doi.org/10.4478/101967>.

¹⁶⁹ LOMBARDI, «La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili», 91.

¹⁷⁰ M. LIPTON, «Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 24 dicembre 2019, <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>.

¹⁷¹ ROSSI, «Il diritto della Corporate Social Responsibility», 116.

¹⁷² P. MONTALENTI, «La nuova società quotata: quali prospettive?», in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a c. di Paolo Montalenti e Mario Notari, Quaderni di giurisprudenza commerciale 444 (Giuffrè, 2022), 15.

La stessa evoluzione ha interessato anche gli investimenti ESG, che rinvergono le proprie radici nell'investimento socialmente responsabile (SRI). L'argomento verrà meglio approfondito più avanti nell'elaborato.

dell'impresa nel lungo termine in armonia con il programma di sostenibilità della stessa¹⁷³.

È stato osservato che, ad oggi, una nozione di interesse sociale quale mero interesse dei soci attuali alla remunerazione sia “improponibile”, dal momento che è più corretto unire, sotto l'alveo della definizione di interesse sociale, “l'interesse contrattuale dei soci alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo sia reddituale sia patrimoniale in una prospettiva di lungo termine circoscritta da (i) limiti interni di ordine tipologico, (ii) limiti esterni di ordine legislativo, contrattuale e sociale, (iii) limiti di ordine negoziale e quindi coordinato dagli amministratori con gli interessi-altri, convenzionalmente definiti come interessi degli *stakeholders*”¹⁷⁴. Il pluridecennale dibattito sull'interesse sociale basato sul contrasto tra contrattualismo e istituzionalismo può considerarsi superato, in ragione del fatto che l'interesse sociale, nelle diverse fattispecie normative in cui rileva, non si configura tanto “come comparazione tra l'operazione oggetto di decisione e astratta conformità alla causa lucrativa, quanto piuttosto in termini di valutazione della “razionalità economica” dell'operazione in relazione alle strategie gestionali dell'impresa in cui il fine ultimo, ma perciò mediato, è pur sempre lo scopo di profitto delimitato dai limiti interni ed esterni di cui si è detto”¹⁷⁵.

All'interno degli “interessi altri” da tenere in considerazione, rientrano, ovviamente, anche le tematiche di sostenibilità. Di conseguenza, la *performance* dell'impresa non va valutata esclusivamente in base a parametri economici, ma anche sociali ed ambientali, considerando l'impatto che l'attività d'impresa stessa potrà realizzare nel breve e nel lungo periodo¹⁷⁶. Il fine ultimo del profitto viene, quindi, temperato dai limiti rappresentati dai fattori ambientali, sociali e di *governance*, perché “fattori imprescindibili della sua capacità di sopravvivere nel tempo”¹⁷⁷. In

¹⁷³ ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità.*, 31.

¹⁷⁴ P. MONTALENTI, «L'interesse sociale: una sintesi», *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2018): 304.

¹⁷⁵ *Ibid*, 306.

¹⁷⁶ LOMBARDI, «La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili», 92.

¹⁷⁷ ROSSI, «I codici etici di impresa», 83.; La stessa normativa sulla finanza sostenibile introduce nuovi strumenti volti al raggiungimento dei tradizionali obiettivi della regolamentazione finanziaria, alla luce però di un approccio valoriale di lungo termine, senza necessità di rappresentare la sostenibilità

questo senso la CSR non rappresenta più un costo per la società, ma un investimento inglobato nella gestione strategica della stessa perché influente sulla stessa competitività dell'azienda.

L'art. 2247 c.c., *supra* richiamato, alla luce delle ultime considerazioni apparrebbe “come una sorta di “fossile” nel nostro ordinamento”¹⁷⁸. Non a caso, si è proposto di eliminare il riferimento al lucro e rendere, così, le società un modello organizzativo “funzionalmente orientabile” secondo la libera determinazione dei soci. Tuttavia, questa riforma comporterebbe un appiattimento della società lucrativa verso la società cooperativa o verso gli enti del terzo settore. *A fortiori*, la recente introduzione nel nostro ordinamento delle società *benefit*¹⁷⁹ verrebbe completamente snaturata del suo obiettivo principale, ossia di creare un segmento di mercato nel quale inserire società destinate ad avere impatti positivi su ampie categorie di soggetti¹⁸⁰.

Proprio la disciplina delle società *benefit* viene in soccorso alla disposizione civilistica. Il comma 379 della sopracitata legge prevede, infatti, che mentre le società *benefit* devono indicare nel loro oggetto sociale le finalità specifiche di beneficio comune che intendono perseguire, “le società diverse dalle società *benefit*, qualora intendano perseguire anche finalità di beneficio comune, sono tenute a modificare l'atto costitutivo o lo statuto, nel rispetto delle disposizioni che regolano le modificazioni del contratto sociale o dello statuto, proprie di ciascun tipo di società”. Quindi, un'interpretazione “salvifica” dell'art. 2247 c.c. potrebbe essere quella di ricordare che l'interesse sociale è comunque definito dai soci nello statuto e, poi, di volta in volta identificato in concreto dagli amministratori¹⁸¹.

quale obiettivo normativo autonomo. V. COLAERT, «The Changing Nature of Financial Regulation Sustainable Finance as a New Policy Goal», 1 aprile 2022.; SCHNEIDER, «Per un approccio alla finanza sostenibile: il *greenwashing* sotto la lente del rischio di condotta», 232.

¹⁷⁸ TOMBARI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria, 102.

¹⁷⁹ Questa nuova forma giuridica d'impresa è stata introdotta in Italia con l'art. 1 co. 376-383 e allegati 4-5 della l. 28 dicembre 2015, n. 208, «Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2016)», (15G00222), entrata in vigore dal 1° gennaio 2016. In particolare, secondo il comma 376, le società *benefit* “nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse”.

¹⁸⁰ A. DACCÒ, «Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione», *Banca, borsa, titoli di credito*, fasc. 3 (2022): 378.

¹⁸¹ MACCHIAVELLO, «Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi», 206.

Si ammetterebbe in tal modo il potere dei soci di inserire nello statuto scopi ulteriori e di sostenibilità, purché restino secondari e, soprattutto, strumentali al perseguimento dello scopo principale di lucro, quale tratto fondamentale e caratterizzante la società (non *benefit*)¹⁸². La dottrina non è tuttavia unanime nel ritenere che anche in caso di silenzio dello statuto, le norme vigenti garantiscano comunque la discrezionalità degli amministratori nel compimento delle singole scelte basate su criteri di responsabilità sociale. Se, da una parte, c'è chi ne sostiene la possibilità, purché non annichiliscano lo scopo lucrativo della società, in considerazione della compatibilità dell'organizzazione delle società di quest'ultima con l'esercizio di attività non lucrative¹⁸³, dall'altra, una diversa corrente di pensiero crede che la specificazione nello statuto di finalità ulteriori renderebbe la società automaticamente *benefit*¹⁸⁴.

In conclusione, si può sostenere che l'intento di invogliare la società ad includere nello scopo anche finalità ulteriori a quella prettamente lucrativa sembra essere perseguibile alla luce di un'interpretazione, per così dire, "estensiva" del dettato civilistico, senza necessità di modificarne il contenuto¹⁸⁵. Occorre, comunque, verificare che le finalità sociali, comunicate pubblicamente o eventualmente inserite nello statuto, non rappresentino una mera strategia di *marketing*, che nasconda pratiche scorrette di c.d. *greenwashing*¹⁸⁶.

¹⁸² L'art. 1 comma 379, L. 28 dicembre 2015, n. 208 può, quindi, essere ragionevolmente inteso come "condizionante solo l'ipotesi che la società voglia «perseguire una finalità di beneficio comune», cioè indicare una componente lucrativa come parte integrante dello scopo sociale, vincolante per gli amministratori. Ma non anche come una disposizione limitativa della discrezionalità degli amministratori (se vogliamo, della *business judgment rule*) in ordine al compimento di scelte socialmente responsabili, compatibili con lo scopo lucrativo finale". M. LIBERTINI, «Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della *Business Roundtable*», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 3 (2019): 633. Nello stesso senso, M. STELLA RICHTER JR, «Società benefit e società non benefit», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 2 (2017): 2. La società risulterebbe, quindi, essere pur sempre un ente privato orientato al profitto e alla remunerazione degli azionisti, ma in grado di ponderare gli interessi di questi ultimi con quelli degli *stakeholders*. Tale bilanciamento sarà oggetto di specifica valutazione e di informativa nelle relazioni societarie. MONTALENTI, «La nuova società quotata: quali prospettive?», 26.

¹⁸³ *Ibid.*

¹⁸⁴ DACCÒ, «Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione», 379.

¹⁸⁵ Sul contesto internazionale, sulle iniziative europee e sullo "stallo" di quello italiano *infra* §2.3 e §3.

¹⁸⁶ Sul tema, *infra* §5.

2.2. *Segue Le contraddizioni nei fattori ESG.*

Per far riferimento alla rivoluzione terminologica cui si è assistita più di recente e, quindi, al rinnovato interesse per i fattori ESG, Goldman Sachs parla di “*ESG revolution*”¹⁸⁷.

Si è già evidenziata la portata sostanziale di tale evoluzione, mettendo in luce la differenza tra la definizione “classica” di *Corporate Social Responsibility*, che enfatizza oltremodo la nozione di responsabilità, e l’acronimo ESG, che allude, invece, alla “*strategic, long-term growth rationale that should motivate a corporate sustainability program*”¹⁸⁸.

Come è noto, l’acronimo corrisponde a *Environmental, Social & Governance*¹⁸⁹.

Environmental si riferisce alla tutela dell’ambiente, al *climate change*, all’inquinamento e alle emissioni di CO₂. Il fattore *Social* comprende le politiche inclusive e di genere, la tutela dei diritti umani, il rispetto degli *standards* lavorativi, la considerazione degli *stakeholders* in generale nell’attività di impresa. Il fattore *Governance*, infine, include gli aspetti legati al governo societario, quindi le politiche retributive degli amministratori, la composizione del consiglio di amministrazione, le procedure ed i sistemi di controllo¹⁹⁰.

Un’esauritiva definizione di questi tre fattori è stata fornita dalla *European Banking Authority* (EBA), secondo la quale “*ESG factors are environmental, social or governance characteristics that may have a positive or negative impact on the financial performance or solvency of an entity, sovereign or individual*”¹⁹¹. Da questa definizione se ne possono ricavare le caratteristiche principali: i) sono

¹⁸⁷ D. R. BINGHAM ET AL., «A Revolution Rising - From Low Chatter to Loud Roar [Redacted]», GS Sustain ESG (Goldman Sachs, 23 aprile 2018), <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/new-energy-landscape-folder/esg-revolution-rising/report.pdf>.

¹⁸⁸ M. TONELLO, «Corporate Investment in ESG Practices», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 5 agosto 2015.

¹⁸⁹ TETTAMANZI - MINUTIELLO, *Il bilancio di sostenibilità come strumento di rendicontazione aziendale: evoluzione storica, criticità, analisi di casi pratici*, 21–22.

¹⁹⁰ M. CRISOSTOMO, «What We Talk About When We Talk About ESG», *Oxford Business Law Blog*, 4 maggio 2021, <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/05/what-we-talk-about-when-we-talk-about-esg>.

¹⁹¹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms» (EBA, giugno 2021), 31, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf.

tradizionalmente considerati non finanziari; ii) il loro impatto sull'attività economica presenta incertezze legate all'orizzonte temporale di breve, medio o lungo periodo; iii) sono solitamente associate ad esternalità negative; iv) sono interconnessi con i relativi impatti derivanti dalla catena del valore di una singola entità (a monte e a valle); v) possono comportare cambiamenti nelle politiche pubbliche per mitigare i cambiamenti climatici e altre esternalità¹⁹².

Il *focus* di questo sottoparagrafo vuole, dunque, essere l'analisi delle contraddizioni intrinseche all'acronimo stesso.

Come si è già avuto modo di mettere in evidenza¹⁹³, il fattore *Environmental* ha sicuramente ricevuto negli anni maggiore attenzione, sia per ragioni “storico-culturali”, sia per la rilevanza mediatica che ha assunto nel più recente passato.

In questo contesto, i fattori *Social* e *Governance* sono stati in qualche modo accantonati.

Per quanto attiene al fattore *Social*, bisogna, innanzitutto, ricordare che risulta di difficile misurazione e analisi ed è, spesso, connotato soltanto qualitativamente, a differenza, sia del fattore E, per il quale è presente una Tassonomia europea, sia del fattore G, per il quale vengono individuati strumenti organizzativi e procedurali applicabili in modo standardizzato.

Tali problematiche sono riferibili a diversi aspetti. *In primis*, la moltitudine eterogenea di *stakeholders* (a partire dalla comunità dei lavoratori, da quella dei consumatori, fino ad arrivare alla comunità umana globale) rende estremamente difficile una valutazione quantitativa degli interessi di cui ciascuno è portatore. *In secundis*, come è stato già sottolineato, il fattore S risente maggiormente delle diverse declinazioni dei principi etici in relazione al contesto culturale, economico e giuridico e delle eterogenee condizioni sociali minime nel mondo¹⁹⁴. In considerazione di ciò, le istanze sociali rimangono proprie delle liberalità degli imprenditori e di strumenti

¹⁹² T. LOIZZO - F. SCHIMPERNA, «ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks», *Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, Occasional Papers*, fasc. 744 (dicembre 2022): 6, <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2022.0744>.

¹⁹³ Si veda *supra* §1.2.1.

¹⁹⁴ Il fenomeno della delocalizzazione e della globalizzazione in generale è l'esempio più lampante di quanto si vuole sostenere. Le grandi *corporations* delocalizzano le proprie attività produttive in paesi in via di sviluppo, dove le istanze sociali (diritti civili, diritti minimi dei lavoratori, lotta al lavoro minorile e alla discriminazione) risultano insufficienti e non soggette a controlli adeguati.

associativi marginali come il terzo settore o le società cooperative¹⁹⁵. Inoltre, studi dimostrano che la crescente domanda di strategie e prodotti di investimento socialmente responsabili non può essere soddisfatta data l'attuale mancanza di *standards* coerenti ed univoci di misurazione del fattore S, il che non fa altro che aumentare i costi e creare confusione nel settore ESG¹⁹⁶.

Al fine di provare a porre rimedio a questi ostacoli, nel febbraio 2022 la Piattaforma sulla Finanza Sostenibile (PSF) ha pubblicato il *report* finale sulla *Social Taxonomy*¹⁹⁷. Il documento individua tre macro-obiettivi, a ciascuno dei quali corrisponde un gruppo di *stakeholders*: i) lavoro dignitoso lungo tutta la catena di valore (lavoratori); ii) *standard* di vita adeguati e benessere dei consumatori del prodotto finale; iii) comunità e società inclusive e sostenibili (comunità). Ogni macro-gruppo sarà, poi, meglio definito da specifici sotto-obiettivi, in cui le singole attività socialmente sostenibili saranno inserite.

In generale, la tassonomia sociale intende identificare un linguaggio comune per le attività socialmente sostenibili, con gli obiettivi di indirizzare i flussi di capitale verso attività che operano nel rispetto dei diritti umani e di supportare flussi di capitale verso investimenti che migliorano le condizioni di vita e lavorative, soprattutto per le persone più svantaggiate¹⁹⁸. Il gruppo di esperti, infatti, rileva gravi carenze di fondi nei piani per la realizzazione degli SDGs ed evidenzia la necessità di una combinazione di investimenti pubblici e privati per garantire il benessere collettivo¹⁹⁹. Anche in questo caso, come visto già con l'*Action Plan* del 2018, il ruolo delle banche e *asset managers* diviene cruciale nel veicolare i capitali privati e nel finanziamento dei bisogni sociali per sostenere una *just transition*.

¹⁹⁵ LINCiano ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», 61.

¹⁹⁶ C. O'CONNOR - S. LABOWITZ, «Putting the “S” in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors» (NYU Stern Center for Business and Human Rights, marzo 2017), <https://static1.squarespace.com/static/547df270e4b0ba184dfc490e/t/58cad912e58c6274180b58b6/1489688854754/Metrics-Report-final-1.pdf>.

¹⁹⁷ PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, «Final Report on Social Taxonomy», 28 febbraio 2022, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf.

¹⁹⁸ *Ibid*, 26.

¹⁹⁹ “Roughly \$3.3-4.5 trillion a year needs to be mobilised to achieve the objectives of the Un’s 2030 agenda for sustainable development. At today’s level of both public and private investment in Sdg-related sectors, developing countries face an average annual funding gap of \$2.5 trillion”. *Ibid*, 20.

Al pari di quanto si vedrà per la tassonomia *green*, la *social taxonomy* si propone di essere un sistema di classificazione degli obiettivi sociali e di individuazione dei criteri di un'attività socialmente sostenibile. Tuttavia, le analogie con il regolamento Tassonomia Verde si arrestano agli aspetti generali. Infatti, lo stesso *report* sottolinea che le fondamenta dell'*environmental taxonomy* sono *frameworks* internazionali come l'Accordo di Parigi e criteri elaborati su risultati di ricerche scientificamente comprovate, quali i requisiti per la riduzione delle emissioni di CO₂. In ambito sociale, la scienza non è in grado di svolgere un ruolo così accurato. Di conseguenza, per l'elaborazione del *report* la Piattaforma ha fatto riferimento a norme e principi internazionalmente riconosciuti in documenti quali la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, la Dichiarazione ILO (Organizzazione Internazionale del Lavoro), Linee Guida OCSE e Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani. Per tali ragioni, lo stesso gruppo di esperti ritiene difficoltosa – almeno in un primo momento - l'elaborazione di criteri quantitativi sufficientemente accurati per attività economiche finora identificate soltanto in termini qualitativi²⁰⁰.

Il *report* ha comunque soltanto gettato le basi per un lungo lavoro che la Piattaforma deve ancora ultimare, nel tentativo di privilegiare un approccio il più possibile oggettivo e “scientifico”.

Per quanto attiene al fattore del “buon governo”, anche questo è risultato piuttosto ancillare rispetto al dominante fattore ambientale.

C'è chi ha, addirittura, sostenuto la disomogeneità ed incoerenza del fattore G rispetto ad E&S, dal momento che per *governance* si intende l'insieme delle tecniche, dei presidi e dei meccanismi volti a superare i problemi di agenzia e ridurre i relativi costi²⁰¹. Così intesa, una buona *governance* andrebbe soltanto a vantaggio dei soci, incentivando posizioni di *shareholder value*, in contraddizione con quanto sostenuto dall'opinione ormai prevalente²⁰².

²⁰⁰ *Ibid.*

²⁰¹ STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 33.

²⁰² Stella Richter Jr si spinge oltre, sostenendo la contraddittorietà anche dei fattori E e S, se si considerano i risvolti pratici del perseguimento di tali finalità. “Gli esempi sono sotto gli occhi di tutti: la continuazione della gestione di un sito produttivo che inquina pone a repentaglio l'ambiente e la salute di chi vive in quella zona, ma la chiusura dell'impianto avrà effetti disastrosi sulla occupazione in quella comunità. Ovviamente, si potrebbe pensare di imporre di procedere a tutte le necessarie riconversioni (ammesso che esse siano note allo stato della tecnica di quel momento) per salvare ambiente, salute e occupazione, ma ciò comprometterebbe la continuità aziendale e farebbe entrare in crisi la società: si riproporrebbero ancora una volta le contraddizioni in precedenza illustrate”. *Ibid.*

D'altra parte, si può, invece, sostenere che la maggiore rilevanza attribuita al fattore E ed in parte a quello S ha portato a galla la stretta correlazione esistente tra i tre fattori: si potrebbe, infatti, dire che “dietro ogni ritardo sugli impegni ambientali e sociali si nasconde certamente un governo inefficace, vuoi nella definizione delle strategie, vuoi nella fase di esecuzione”²⁰³.

L'indispensabilità del fattore G per la realizzazione degli obiettivi di *environmental e social* diviene ancora più evidente se si considerano i nuovi temi di *governance*, relativi al rinnovato ruolo assegnato alle banche nella transizione ad un'economia sostenibile. Come si avrà modo di analizzare con precisione nel corso del terzo capitolo, le Autorità di vigilanza hanno imposto vincoli stringenti in merito al presidio organizzativo dei rischi climatici e ambientali, che devono adesso essere incorporati nei sistemi di *risk management* delle stesse, sostenendo l'onere di adeguati accantonamenti a fini di copertura. Proprio per garantire il massimo contenimento del rischio a cui le banche fanno fronte, le BCE ha definito precise aspettative di adozione di “buone pratiche”²⁰⁴, tali da incorporare nelle strategie aziendali del *management* della banca per un supporto ai clienti nella fase di transizione ad un'economia a basse emissioni. Le banche, quindi, sono incaricate di “*thinking ahead*”²⁰⁵, attraverso il finanziamento della transizione, ma, allo stesso tempo, si trovano in una situazione di “*walking a tightrope*”²⁰⁶, perché devono proteggersi dall'impatto dei rischi climatici a cui si espongono con l'attività creditizia.

Il rinnovato interesse per la *governance* sostenibile si rinviene anche nel livello di cogenza crescente dei provvedimenti del legislatore europeo. Se in una fase iniziale, infatti, ci si è limitati ad introdurre meri obblighi informativi di trasparenza e rendicontazione in capo alla società attraverso la *Non Financial Reporting Directive* (NFRD), in una fase successiva si è proceduto ad introdurre dei veri e propri imperativi per gli amministratori attraverso la *Corporate Sustainability Reporting Directive*

²⁰³ E. DELLAROSA, «Cosa c'è dietro la “G” di Esg: una nuova *governance* bancaria per la sostenibilità», *Bancaria*, fasc. 5 (2023): 41.

²⁰⁴ EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), «Good practices for climate related and environmental risk management - Observations from the 2022 thematic review», novembre 2022, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcercompendiumgoodpractices112022~b474fb8ed0.en.pdf>.

²⁰⁵ *Ibid*, 12.

²⁰⁶ *Ibid*, 21.

(CSRD)²⁰⁷ e la proposta di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD)²⁰⁸. Con questa “seconda stagione” si supera la volontarietà propria della NFRD, per giungere all’introduzione del dovere degli amministratori di incorporare nei meccanismi di governo societario i fattori ESG²⁰⁹. La stessa obbligatorietà, come più avanti si vedrà, è rinvenibile anche nella nuova normativa prudenziale e nei nuovi obblighi di rendicontazione del terzo pilastro²¹⁰.

Per concludere questo *excursus* sulle caratteristiche del sintagma ESG, si può sostenere che, nonostante alcune eterogeneità ed incoerenze rinvenibili nei fattori, la considerazione simultanea e parallela delle tre componenti risulta necessitata per garantire che tutti gli elementi della *just transition* procedano di pari passo.

In definitiva, “la sostenibilità ESG appare doversi atteggiare non già quale limite esterno dell’attività economica d’impresa, bensì come metodo della stessa: l’adozione di assetti adeguati al perseguimento di un successo finanziario sostenibile, come definito anche dalla considerazione dei fattori ESG, si rileva funzionale alla sopravvivenza della società sul mercato, ancor prima che alla sua competitività in esso”²¹¹.

²⁰⁷ Una “buona rendicontazione di sostenibilità” è indicativa per le banche di buone misure di *governance* di un’impresa che intende accedere al capitale finanziario e le garantisce un migliore risultato. G.SCHNEIDER, «Prevenzione della crisi d’impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile», *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. Aprile/Giugno (2023): 353.

²⁰⁸ Un riferimento espresso all’importanza del fattore G si legge nel Considerando 46 della proposta di Direttiva: “Gli utenti necessitano di informazioni sui fattori di *governance*, comprese informazioni sul ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo delle imprese, anche per quanto riguarda le questioni di sostenibilità, nonché sulla composizione di tali organi e sui sistemi interni di controllo e gestione del rischio, anche in relazione al processo di rendicontazione. Gli utenti necessitano inoltre di informazioni sulla cultura d’impresa e sull’approccio delle imprese all’etica aziendale, anche con riferimento alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, nonché informazioni sugli impegni politici delle imprese, comprese le attività di *lobbying*”.

²⁰⁹ L. MACRÌ, «ESG: la misurabilità del fattore “G”», *dirittobancario.it*, 11 aprile 2022, 5.

²¹⁰ DELLAROSA, «Cosa c’è dietro la “G” di Esg: una nuova governance bancaria per la sostenibilità», 44.

²¹¹ SCHNEIDER, «Prevenzione della crisi d’impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile», 354.

3. Il successo sostenibile nel codice di *Corporate Governance 2020*: formalità o novità?

La riflessione sullo “scopo” della società, che si è già anticipata con l’interpretazione “estensiva” dell’art. 2247c.c., ha assunto nel dibattito attuale una fisionomia che ruota attorno alla necessità di esplicitare nello statuto della società un *purpose*²¹², diverso ed ulteriore rispetto a quello meramente lucrativo, tale da ancorare i doveri fiduciari degli amministratori ad uno scopo dichiarato²¹³.

Guardando alle più recenti evoluzioni di alcuni ordinamenti europei, il riferimento va, *in primis*, alla *Section 172* del *Companies Act* inglese, che, a seguito della riforma del 2006, ha richiesto agli amministratori delle società di capitali di perseguire il successo della stessa per il beneficio di tutti i soci, avendo riguardo delle conseguenze delle decisioni nel lungo termine e degli interessi di altri *stakeholders*. Quest’ultimo dovere è rafforzato dall’obbligo di pubblicare lo *Strategic Report*, che deve prevedere una puntuale indicazione delle modalità di attuazione dei doveri imposti dalla sec. 172²¹⁴. Rileva, ancora, il nuovo art. 1835 del *Code Civil* francese che consente allo statuto di precisare la “*raison d’être*”²¹⁵ e l’art. L210-10 del *Code*

²¹² “*What is purpose? Purpose is the reason for a company’s existence...The reason why companies exist is to do things, and their purpose is a statement of that*”. C. MAYER, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good* (Oxford University Press, 2018), 109.

²¹³ In questo modo, gli amministratori sarebbero tenuti a perseguire politiche di sostenibilità, anche qualora incidano negativamente sulla remunerazione degli azionisti nel breve periodo. Non mancano, però, esempi che suggeriscono diversamente, mettendo in dubbio il reale grado di impegno che le imprese intendono assumere. Emblematico dell’ipotesi di disallineamento degli obiettivi del *manager* e quelli dei soci è il caso della società francese Danone, primo emittente francese ad includere uno scopo ideale nello statuto e ad adottare la forma di *enterprise à mission*, introdotta dalla *loi Pacte* del 2019. Tuttavia, i due fondi attivisti maggioritari hanno insistito per rimuovere dalla carica l’amministratore delegato promotore delle suddette iniziative, data la *performance* finanziaria della società inferiore a quella dei concorrenti. Questo evento andrebbe a confermare, da una parte, che i soci restano interessati principalmente ai profitti e che il perseguimento di obiettivi “altri” è da questi sostenuto soltanto nella misura in cui non comporta una diminuzione della remunerazione dell’investimento. Dall’altra, che il rapporto di agenzia costringe, comunque, gli amministratori a perseguire gli interessi degli azionisti. G. STRAMPELLI, «L’informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto», *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1 (2022): 146, <https://doi.org/10.1433/104833>.

A tal proposito, “mi verrebbe da dire, *corporations may talk the talk of sustainability and longtermism, but they are walking a different walk*”. STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 51.

²¹⁴ ASSONIME, «Doveri degli amministratori e sostenibilità», Note e Studi 6/2021, 18 marzo 2021, 54, https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Pagine/Note-e-Studi-6_2021.aspx.

²¹⁵ Il nuovo art. 1835 del *Code Civil*, introdotto dalla *Loi Pacte* n. 2019-486 del 22 maggio 2019, recita: “*Les statuts peuvent préciser une raison d’être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité*”.

Commerce che ha introdotto la “*société à mission*”, sostanzialmente equivalente alla società *benefit*, la cui adozione è rimessa ad un’autonoma scelta statutaria²¹⁶.

Di questo quadro legislativo internazionale, risente, sicuramente, la nuova versione del Codice di *Corporate Governance*, il Codice di Autodisciplina della società quotate²¹⁷, entrata in vigore il 31 gennaio 2020.

La novità più rilevante è la persecuzione del “successo sostenibile”, quale obiettivo di azione degli amministratori (art. 1.I principio)²¹⁸ e “dovere generale” di orientamento della gestione sociale. La definizione di “successo sostenibile” offerta dal Codice è di “creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società”.

In realtà, cosa si voglia intendere con la nuova locuzione non è chiaro, con il rischio di ridurla ad una mera formula di stile. Secondo alcuni, sarebbe caratterizzata da un elevato grado di indeterminatezza e debolezza, sia nella forma che nei contenuti, risolvendosi in un invito magari persuasivo a un cambio di passo culturale nell’ambito della gestione sociale²¹⁹. Sul significato e sulla portata applicativa dell’espressione si tornerà nel corso del paragrafo.

Venendo alle altre novità, l’organo di amministrazione deve, inoltre, esaminare ed approvare “il piano industriale²²⁰ della società e del gruppo ad essa facente capo anche in base all’analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuate con l’eventuale supporto di un comitato del quale l’organo di

²¹⁶ ASSONIME, «Doveri degli amministratori e sostenibilità», 63.; ROLLI, «Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)», 48.

²¹⁷ La prima versione del Codice è risalente al 1999. La sua applicazione è promossa e monitorata con cadenza annuale da un Comitato, avente natura privata, composto, ad oggi, da esponenti di ABI, ANIA, ASSONIME, Confindustria, Borsa Italiana, Assogestioni e di società quotate. La caratterizzazione privatistica ne comporta il carattere volontario dell’adesione, secondo il criterio del *comply or explain*, esplicitata nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (art. 123-bis, comma secondo, D.lgs. 58/1998 (TUF)). Ciascun articolo (sei in totale) del Codice è suddiviso in principi, che definiscono gli obiettivi di una buona governance, e in raccomandazioni, che indicano i comportamenti che il Codice reputa adeguati a realizzare gli obiettivi indicati nei principi. COMITATO CORPORATE GOVERNANCE, «Codice di *Corporate Governance*» (2020), <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.

²¹⁸ Evidente è la vicinanza alla *Section 172* del *Companies Act* inglese, *supra* richiamato.

²¹⁹ R. FELICETTI, *Successo sostenibile e doveri degli amministratori* (Cacucci Editore, 2023), 46 s.

²²⁰ Definito dallo stesso Codice come “il documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell’impresa e le azioni da compiere al fine di raggiungere tali obiettivi in coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell’ottica di promuovere il successo sostenibile della società”, menzionando esplicitamente il *risk appetite framework*.

amministrazione determina la composizione e le funzioni” (art. 1.1 *a*). Confermando la funzione del consiglio come *plenum* e l’adozione di una prospettiva *long term* nella definizione strategica, la norma introduce la possibilità per il *board* di istituire un comitato nell’analisi e definizione delle strategie di successo sostenibile²²¹. Le ragioni di tale scelta vanno individuate nella volontà di inserire la sostenibilità nella responsabilità piena del consiglio di amministrazione, evitando un automatico decentramento delle funzioni ad un comitato endoconsiliare²²².

Il successo sostenibile diviene, peraltro, il *driver* della politica di remunerazione. Questa, infatti, deve essere funzionale al perseguimento di tale obiettivo (art. 5. XV principio). Nell’ipotesi in cui la parte variabile della remunerazione sia legata ad obiettivi di *performance*, questi devono essere “determinati, misurabili, legati in parte significativa ad un orizzonte di lungo periodo” e “coerenti con gli obiettivi strategici delle società e sono finalizzati a promuovere il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari” (art. 5.27 *c*)²²³.

Conseguenza diretta di tale nuovo impianto è l’arricchimento dei compiti del comitato controllo e rischi, che deve: (i) valutare l’idoneità dell’informazione periodica, finanziaria e non finanziaria, a rappresentare correttamente il modello di *business*, le strategie della società, l’impatto della sua attività e le *performance* conseguite; (ii) esaminare il contenuto dell’informazione periodica a carattere non finanziario, rilevante ai fini del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (art. 6. 35 *b/c*)²²⁴.

²²¹ COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, «Relazione 2022 sull’evoluzione della corporate governance delle società quotate», 54, <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2022.pdf>.

Peraltro, la relazione evidenzia come il 60% delle società aderenti al Codice abbia optato per l’attribuzione di funzioni in materia di sostenibilità a un comitato, testimoniando una evoluzione della *governance* sostenibile delle imprese che aderiscono al Codice, rispetto al 43% delle aderenti nel 2021 al Codice. Dubbi sull’effettiva utilità dell’istituzione di un comitato *ad hoc* oppure della nomina di c.d. *ESG managers*, in considerazione della natura trasversale dei rischi di sostenibilità e della necessità di un monitoraggio congiunto ai rischi finanziari, vengono avanzati da A. EDMANS, «The End of ESG», *Financial Management*, *forthcoming*, 4 gennaio 2023.; SCHNEIDER, «Per un approccio alla finanza sostenibile: il *greenwashing* sotto la lente del rischio di condotta», 255.

²²² ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità.*, 73.

²²³ La previsione, quindi, pone un problema di misurazione oggettiva dei traguardi di sostenibilità, in base ai quali determinare il successo o l’insuccesso. *Ibid*, 272.

²²⁴ ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità.*, 59.

Tornando, invece, alla locuzione “successo sostenibile”, il dibattito relativo al suo significato è direttamente collegato a quello relativo alla portata innovativa che si riconosce alle novità del Codice.

Un’opzione utile ai fini della comprensione del significato è, anzitutto, la scomposizione della locuzione in due segmenti.

Secondo una prima opinione²²⁵, il sostantivo “successo” farebbe esclusivamente riferimento alla “creazione di valore [...] a beneficio degli azionisti”, non discostandosi dal semplice scopo di lucro di cui all’art. 2247 c.c., che resta comunque lo scopo-fine dell’impresa²²⁶. All’attributo “sostenibile” viene riconosciuto, pertanto, il compito di prendere in considerazione interessi diversi dalla mera remunerazione. Da una parte, infatti, contribuisce a qualificare il beneficio degli azionisti “nel lungo termine”, incidendo direttamente e necessariamente sulla creazione di valore. D’altra parte, nel perseguire il successo sostenibile si chiede agli amministratori di “tenere conto” degli interessi degli *stakeholders*, purché rilevanti per la società²²⁷. È evidente come i due piani assumano pesi differenti. Non si richiede, infatti, agli amministratori di ponderare le scelte in funzione degli interessi degli *stakeholders*, né di sacrificare, anche solo parzialmente, lo scopo di lucro a favore degli stessi, pena la violazione dei doveri fiduciari degli amministratori. Piuttosto, il “tener conto” implica, in generale, un dovere di rivalutazione degli assetti societari in funzione della sostenibilità. Più nel dettaglio, consisterebbe nell’inclusione della valutazione degli interessi terzi all’interno, ad esempio, dell’istruttoria, in modo da rendere l’operato degli amministratori *accountable* in relazione alla valutazione, alle modalità e alle misure

²²⁵ FELICETTI, *Successo sostenibile e doveri degli amministratori* (Cacucci Editore, 2023), 136 ss.

²²⁶ Secondo l’autore, il sostantivo “successo” è stato preferito a “lucro” perché in grado di evocare significati meno puntuali e tradizionali del lucro, nonché di risultare più accattivante per gli emittenti. *Ibid.*

²²⁷ MONTALENTI, «La nuova società quotata: quali prospettive?», 31.; Ai fini di un miglioramento dei rapporti della società con gli *stakeholders*, l’art.1. IV principio affida all’organo di amministrazione la promozione del dialogo con gli azionisti e gli *stakeholders* rilevanti, “nelle forme più opportune” ed il compito di adottare una politica per la gestione di tale rapporto. Il Codice, quindi, pur aprendosi ad una *governance* sostenibile, resta vago nella definizione dei ruoli del presidente e del CEO, aumentandone la discrezionalità. P. MARCHETTI, «Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate», *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2020): 277.

con cui si è tenuto conto di tali interessi, con conseguente obbligo di motivazione delle decisioni gestorie²²⁸.

In base a quest'interpretazione, quindi, le novità introdotte dal Codice di Autodisciplina 2020 non possono essere interpretate “come pura indicazione *wishful thinking* ascritta a mere interpretazioni volontaristiche”²²⁹. Sarebbe, infatti, riduttivo considerare il Codice di Autodisciplina un semplice strumento di *soft law*, soprattutto in considerazione del fatto che le informazioni pubblicate dalle società divengono vere e proprie comunicazioni sociali, con tutte le conseguenze civili, amministrative e penali relative alla diffusione di informazioni non corrette²³⁰. Allo strumento dell'autodisciplina, inoltre, si riconosce il merito di essere un laboratorio in cui testare soluzioni che potrebbero essere considerate anche a livello normativo, grazie al riconoscimento legislativo offerto dal TUF²³¹.

Nonostante la persistente natura flessibile dell'adesione, ispirata al principio del *comply or explain*, dall'ultima analisi svolta dal Comitato italiano della *Corporate Governance*²³², emerge, infatti, che il tema della sostenibilità è ormai decisivo nell'autodisciplina italiana. Lo stesso accadeva già nel panorama europeo. Ai sensi di uno studio comparatistico condotto sui codici di *corporate governance* di più Paesi europei e non (Regno Unito, Germania, Paesi Bassi, Francia, Spagna e Stati Uniti),

²²⁸ FELICETTI, *Successo sostenibile e doveri degli amministratori* (Cacucci Editore, 2023), 152 s.; P. MONTALENTI, «Il nuovo Codice di *Corporate Governance*», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2021): 45.; G.D. MOSCO - R. FELICETTI, «Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna», *LUISS Law Review*, fasc. 1 (2022): 83.

²²⁹ MONTALENTI, «Il nuovo Codice di *Corporate Governance*», 45.

²³⁰ M. VENTORUZZO, «Il nuovo Codice di *Corporate governance* 2020: le principali novità», *Le Società*, fasc. 4 (2020): 439.; ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità.*, 68.; MONTALENTI, «Il nuovo Codice di *Corporate Governance*», 46.

A favore della strada dell'auto-regolamentazione, purché dotata di sufficiente specificità MOSCO - FELICETTI, «Orizzonte temporale e *corporate governance* sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna», 83.

²³¹ L. CALVOSA, «La sfida della sostenibilità: grandi imprese, Pmi e corporate governance», *Bancaria*, fasc. 7–8 (2023): 68.

²³² “Dalle relazioni pubblicate nel 2022 emerge come quasi la totalità delle società quotate aderenti al Codice (88%) dichiarano di aderire alla raccomandazione sul perseguimento del successo sostenibile: l'adesione al principio guida del Codice appare dunque raddoppiata rispetto alle dichiarazioni esaminate l'anno scorso (era il 43% nel 2021). [...] Circa tre quarti delle società che dichiarano di perseguire il successo sostenibile ha inoltre fornito informazioni sulle modalità attraverso le quali questo principio guida si declina nella *governance* societaria. [...] In alcuni rari casi (9 società), emersi dall'esame delle modifiche statutarie occorse nel 2022, si rileva che alcune società hanno inserito tale obiettivo nello scopo sociale statutario”. COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, «Relazione 2022 sull'evoluzione della *corporate governance* delle società quotate», 53.

tutti gli ordinamenti presentano almeno un riferimento al perseguimento del successo sostenibile o a formule nella sostanza equivalenti. In tutti i codici, poi, viene esplicitato che la creazione di valore deve essere, oltre che sostenibile, a lungo termine. Queste riflessioni portano a ripensare le novità del Codice di *Corporate Governance* italiano come, di certo, non isolato, quanto piuttosto inserito adeguatamente nel solco delle altre esperienze di autodisciplina²³³.

Un'altra parte della dottrina, invece, con un'interpretazione "degradante", dubita della reale portata innovativa e dell'impatto concreto sulla *governance* societaria da parte del "successo sostenibile". È sì evidente che, da un punto di vista fattuale, il Codice favorisce l'integrazione dei fattori ESG nell'organizzazione societaria, influenzando, possibilmente, l'approccio culturale verso la gestione dell'impresa e conferendo al capitalismo un aspetto almeno in astratto più positivo²³⁴. Tuttavia, il rischio sotteso è che i generici richiami al successo sostenibile siano, in realtà, privi di rilievo applicativo e forza vincolante. Nella gestione ordinaria della società, infatti, i *manager* hanno sempre dovuto bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli degli *stakeholders*, in ragione del fatto che l'ente societario si relaziona con l'ambiente esterno e ne è condizionato. Come questi interessi "altri" vengono valutati rientra nei poteri degli amministratori ed è l'essenza stessa della gestione, il punto caratterizzante il rapporto di agenzia²³⁵. L'obbligo per gli amministratori di "tener conto" di interessi diversi da quelli degli *shareholders* rafforzerebbe eccessivamente la posizione dei primi, ampliandone la discrezionalità, a causa della necessità di giustificare decisioni eterogenee, legate ad esigenze di volta in volta differenti²³⁶.

Di fronte a questo dibattito sulla formalità o sulla forza applicativa del nuovo Codice, l'atteggiamento preferibile sarebbe quello di un "cauto ottimismo"²³⁷. Le novità non vanno, infatti, lette come la "panacea salvifica in una materia così complessa come la *corporate governance*"²³⁸, ma sicuramente contribuiscono a

²³³ FELICETTI, *Successo sostenibile e doveri degli amministratori*, 77 s.

²³⁴ VENTORUZZO, «Il nuovo Codice di Corporate governance 2020: le principali novità», 440.

²³⁵ *Ibid*, 441.; BRESCIA MORRA, «Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile.», 92.; ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità.*, 75 fa rientrare il rapporto tradizionalmente di *agency*, in questo caso, nel concetto di *trust*, quale potere autonomo e che autonomamente si esercita nell'interesse dei beneficiari.

²³⁶ VENTORUZZO, «Il nuovo Codice di Corporate governance 2020: le principali novità», 441.

²³⁷ MONTALENTI, «Il nuovo Codice di Corporate Governance», 50.

²³⁸ *Ibid*.

risultati più incisivi in tema di sostenibilità, in considerazione del movimento ormai ineludibile anche su questo piano. Se le regole di *hard law* restano essenziali, la realizzazione di forme di capitalismo sostenibile richiede anche un sapiente e concorrente dosaggio di disciplina e autodisciplina, specialmente in considerazione, dell'attitudine alla continua evoluzione del concetto di "sostenibilità"²³⁹.

4. I doveri di diligenza nella proposta di direttiva in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*.

L'Unione europea sceglie in materia di *corporate governance* sostenibile, invece, un approccio *hard law*.

La Commissione europea ha, infatti, affidato, nell'ambito del Programma di lavoro per il 2021, ad Ernst & Young (E&Y) il compito di elaborare un rapporto relativo ai doveri degli amministratori e alla *corporate governance* sostenibile. Tale rapporto²⁴⁰, reso pubblico nel luglio 2020, individua nello *short-termism* la causa principale dell'assenza di strategie aziendali realmente sostenibili. L'esclusiva considerazione dell'interesse degli azionisti alla creazione di valore per gli stessi, l'eccessiva attenzione degli amministratori al prezzo corrente delle azioni e l'impiego degli utili a beneficio degli *shareholders* comporterebbero il rifiuto di adottare strategie di lungo termine a sostegno degli interessi degli *stakeholders*²⁴¹. La soluzione offerta da E&Y si basa sulla necessità di riconoscere all'organo amministrativo maggiore discrezionalità nel bilanciamento degli interessi in gioco, in un'ottica di lungo termine.

La Commissione, sulla base dei dati raccolti anche nello studio sugli obblighi di dovuta diligenza nella catena di approvvigionamento del febbraio 2020²⁴², ha avviato

²³⁹ CALVOSA, «La sfida della sostenibilità: grandi imprese, Pmi e *corporate governance*», 68.

²⁴⁰ ERNST & YOUNG, «Study on directors' duties and sustainable corporate governance», *Final Report* (Publications office: Commissione europea, 2020), <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>.

²⁴¹ Secondo il rapporto, lo *shareholder primacy* deriverebbe, *inter alia*, dall'assenza di una definizione chiara di "interesse sociale", rendendolo in tal modo coincidente con quello di massimizzazione del valore per gli azionisti nel breve periodo. *Ibid* 32.; LINCIANO ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», 26.; Per un'analisi approfondita sul contenuto del rapporto si veda G. D. MOSCO - R. FELICETTI, «Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna», *LUISS Law Review*, fasc. 1 (2022): 62–84.

²⁴² COMMISSIONE EUROPEA, «Study on due diligence requirements through the supply chain», *Final Report* (Publications office, 2020), <https://data.europa.eu/doi/10.2838/39830>.

nell'ottobre 2020 una consultazione pubblica aperta sull'iniziativa per un governo societario sostenibile²⁴³. Conclusasi la stessa, la Commissione, esortata sia dal Parlamento europeo che dal Consiglio, ha presentato il 23 febbraio 2022 una proposta di direttiva in tema di dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive – CSDDD*)²⁴⁴.

Considerati la complessità dell'ambiente in cui le società dell'UE operano, il numero rilevante di fornitori delle stesse e la complessità delle catene globali del valore, la proposta legislativa intende definire una disciplina trasversale, affinché “le società attive nel mercato interno contribuiscano allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità attraverso l'individuazione, la prevenzione, l'attenuazione, l'arresto e la minimizzazione degli impatti negativi²⁴⁵,

²⁴³ M. LIBERTINI, «Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”», *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2021): 329.

²⁴⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937», COM(2022) 71 final, 23 febbraio 2022, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071>.

²⁴⁵ Con l'espressione “impatti negativi” la Commissione fa riferimento a “questioni relative ai diritti umani quali il lavoro coatto, il lavoro minorile, l'inadeguatezza delle condizioni di igiene e sicurezza sul lavoro, lo sfruttamento dei lavoratori, e impatti ambientali quali le emissioni di gas a effetto serra, l'inquinamento o la perdita di biodiversità e il degrado degli ecosistemi”. *Ibid.*, 3.

siano essi potenziali o effettivi, sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività delle società stesse, alle loro filiazioni e alle catene del valore²⁴⁶ cui partecipano”²⁴⁷.

Tale trasversalità deriva dalla considerazione dell'ambiente normativo parecchio articolato in materia di sostenibilità in cui si inserisce.

Per quanto attiene alla direttiva CSRD, il legame con la CSDDD è duplice in quanto, in primo luogo, la raccolta di informazioni finalizzata alla rendicontazione di sostenibilità è funzionale all'istituzione di processi societari idonei a identificare gli impatti negativi ai sensi di quanto richiesto dalla CSDDD. In secondo luogo, la fase di rendicontazione secondo la CSRD altro non rappresenta che l'ultima fase dell'obbligo di *due diligence*.

Ne discende che anche il rapporto con il regolamento SFDR e con il regolamento TR si fonda sull'analisi e sull'individuazione dei rischi legati agli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente lungo la catena di valore, in tal modo permettendo la fornitura di ulteriori e più dettagliate informazioni agli investitori²⁴⁸.

²⁴⁶ Con “catena di valore” (*value chain*) si intende “l'insieme delle attività inerenti alla produzione di beni o alla prestazione di servizi da parte di una società, compresi lo sviluppo del prodotto o del servizio e l'uso e lo smaltimento del prodotto, così come le collegate attività esplicate nei rapporti d'affari consolidati della società, a monte e a valle. Per le società ai sensi della lettera a), punto iv), ai fini della prestazione degli specifici servizi considerati la "catena del valore" comprende soltanto le attività dei clienti che ricevono i prestiti, crediti o altri servizi finanziari e delle altre società appartenenti allo stesso gruppo le cui attività sono collegate al contratto in questione. La catena del valore di siffatte imprese finanziarie regolamentate non include le PMI che ricevono i prestiti, crediti, finanziamenti, assicurazioni o riassicurazioni di siffatti soggetti”. *Ibid*, art. 3, par. 1, lett. g. ; È evidente come il termine assuma significati e sfumature diverse a seconda del soggetto destinatario della disciplina, sia questo una società di diritto comune o un intermediario finanziario. “*Significantly, 'company' is defined to include corporates, banks, asset managers, funds and partnerships. These 'companies' will have an obligation to impose CSDDD obligations on entities in their 'value chains' with whom they have a direct business relationship through contractual assurances: For corporates, 'value chain' encompasses the activities of third parties involved in the production of goods or the provision of services by the company. For banks and other regulated financial undertakings, 'value chain' means clients receiving loans or other financial services*”. C. MCGARRY ET AL., «The Global ESG Regulatory Framework toughens up», White & Case, 15 luglio 2022, <https://www.whitecase.com/insight-alert/global-esg-regulatory-framework-toughens>.

²⁴⁷ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937», considerando 14.

²⁴⁸ Sulla coerenza con le disposizioni vigenti nel settore normativo interessato, *ibid*, 4.; C. G. CORVESE, «La proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano» (Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale, Roma: Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale», 2023), 4.

Tra gli obiettivi principali della CSDDD vi è quello di inserire concretamente la *due diligence* di sostenibilità nelle politiche aziendali, così da renderla obbligatoria nei confronti sia degli azionisti che degli *stakeholders*. In tal modo, la Commissione, aprendo la cosiddetta “seconda stagione” normativa in materia di *governance*²⁴⁹, rinviene la soluzione nel superamento della “volontarietà”, in quanto non riduttiva delle esternalità negative, nella produzione e nel consumo, all’interno e al di fuori dall’Unione europea²⁵⁰. Proprio l’obbligatorietà che discende dall’intervento normativo degli organi comunitari rappresenta anche un rimedio alla disomogeneità degli atteggiamenti degli Stati membri con riferimento alla *due diligence* di sostenibilità, introducendo una disciplina armonizzata in grado di prevenire ed eliminare gli ostacoli alla libera circolazione e le distorsioni della concorrenza²⁵¹.

Con la conseguenza che, se la dovuta diligenza venisse attuata correttamente, le imprese trarrebbero vantaggio²⁵², nel lungo termine, da una migliore condotta aziendale incentrata sulla prevenzione anziché sulla riparazione dei danni causati dai rischi di sostenibilità.²⁵³

L’ambito di applicazione della proposta, “tanto ambizioso quanto ancora indefinito nelle sue definizioni rilevanti”²⁵⁴, annovera un elevato numero di società, tra le quali è possibile individuare due macrocategorie: le imprese europee e le imprese *extra-UE*. Per quanto attiene alle prime, saranno soggette alla direttiva le grandi imprese che, indipendentemente dal settore operativo, nell’ultimo anno di esercizio hanno avuto in media più di 500 dipendenti ed un fatturato netto, a livello mondiale, superiore a 150.000.000 di EUR; le medie imprese che, nello stesso periodo, devono aver avuto in media più di 250 dipendenti, un fatturato netto superiore a 40.000.000 di EUR ed il 50% di tale fatturato sia stato generato in uno o più settori ad elevato impatto

²⁴⁹ *Supra* §2.2.

²⁵⁰ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937», 2.

²⁵¹ *Ibid* 13.

²⁵² Un vantaggio che la Commissione definisce “competitivo”. *Ibid* 2.

²⁵³ PARLAMENTO EUROPEO, «Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese», (2020/2129(INL)), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ:C:2021:474:TOC>, considerando E.

²⁵⁴ U. TOMBARI, «La Proposta di Direttiva sulla *Corporate Due Diligence* e sulla *Corporate Accountability*: prove (incerte) di un “capitalismo sostenibile”», *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2021): 376.

negativo. Le società non europee, invece, devono aver avuto un fatturato netto generato nell'Unione superiore a 150.000.000 di EUR nell'esercizio precedente l'ultimo esercizio, oppure devono soddisfare determinate condizioni²⁵⁵.

Di quest'ampia platea di soggetti, quindi, farebbero parte non solo le società "di diritto comune", ma anche quelle "di diritto speciale", tra cui le banche, anche in considerazione dei rapporti d'affari che le legano, per il tramite dei contratti di finanziamento, ad imprese operanti in settori critici generanti impatti negativi sull'ambiente o diritti umani²⁵⁶.

Il tema è estremamente vasto e, per tale ragione, si cercherà in questo paragrafo di focalizzarsi sulle conseguenze che l'introduzione di tali doveri potrà, a seguito dell'entrata in vigore del testo normativo, avere sul settore bancario.

È possibile raggruppare le richieste della direttiva impattanti sulle banche in quattro gruppi: i doveri di diligenza e la responsabilità civile della società per la sostenibilità; gli obblighi nella lotta al cambiamento climatico; i doveri di diligenza e la responsabilità civile degli amministratori; il coinvolgimento degli *stakeholders*.

A norma dell'articolo 4 della proposta di direttiva, i sei pilastri su cui si basa il "dovere di diligenza" - espressione che molto ha fatto discutere in dottrina²⁵⁷ - della società sono: a) l'integrazione della diligenza nelle proprie politiche in conformità dell'art. 5; b) l'individuazione degli impatti negativi effettivi o potenziali in conformità

²⁵⁵ Per ulteriori condizioni si intendono: i) devono aver generato un fatturato netto nell'UE superiore a 40.000.000 EUR, ma non superiore a 150.000.000 EUR, nell'esercizio precedente l'ultimo esercizio; ii) almeno il 50% del fatturato sia generato nell'Unione in uno o più settori ad elevato impatto negativo. COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937», art. 2 par. 2.; Restano, invece, escluse dall'ambito di applicazione soggettivo le PMI, che, tuttavia, in forza di un meccanismo a cascata saranno, comunque, chiamate a rispettare il codice di condotta adottato dalla società partner, finendo con l'esserne indirettamente interessate. MOSCO - FELICETTI, «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*», 194.; CORVESE, «La proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano», 29.

²⁵⁶ Lo stesso testo della proposta all' art. 3 par.(a) lett. iv) inserisce nella definizione di "società" le imprese finanziarie regolamentate, tra le quali figurano gli enti creditizi quali definiti all'art. 4, par. 1, punto 1, del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio ("un'impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto").

²⁵⁷ Secondo alcuni sarebbe più corretto parlare di "diligenza dovuta o richiesta", in considerazione del fatto che la Proposta di direttiva non impone autonomi obblighi o doveri in funzione di un certo grado di diligenza nell'adempiervi. M. STELLA RICHTER JR, «*Corporate Sustainability Due Diligence*: noterelle semiserie su problemi serissimi», *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2022): 720.

dell'art. 6; c) la prevenzione e l'attenuazione degli impatti negativi potenziali, l'arresto degli impatti negativi effettivi e la minimizzazione della relativa entità in conformità degli artt. 7 e 8; d) l'instaurazione e il mantenimento di una procedura di reclamo in conformità dell'art. 9; e) il monitoraggio dell'efficacia della politica e delle misure di diligenza in conformità dell'art. 10; f) la comunicazione pubblica sul dovere di diligenza in conformità dell'art. 11.

Mentre i primi tre pilastri disciplinano il contenuto del dovere di diligenza, i successivi tre curano le fasi secondarie di monitoraggio, di rispetto degli obblighi e di comunicazione²⁵⁸.

Secondo il primo pilastro (art. 5) la società deve integrare nelle politiche aziendali il dovere di diligenza, attraverso la predisposizione di una politica in materia aggiornata annualmente²⁵⁹. Ai sensi del secondo (art. 6) e terzo (artt. 7 e 8) pilastro, invece, la società deve individuare, prevenire²⁶⁰ (o nel caso non sia possibile, attutire in modo sufficiente), arrestare i potenziali impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente causati dalle proprie attività, da quelle delle sue filiazioni o dai suoi rapporti d'affari consolidati, includendo anche la possibilità di uscire dal contratto e terminare tali rapporti.

In questo senso, gli obblighi di diligenza per le banche scattano su due fronti: i) impatti negativi potenzialmente generati dall'attività bancaria su ambiente e diritti umani; ii) impatti negativi generati dalle imprese finanziate.

Per quanto attiene al primo, le ricadute sull'ambiente in termini di impronta carbonica diretta sono in via di riduzione attraverso l'adozione di appositi piani da parte di istituti, mentre le ricadute sui diritti umani (sicurezza sul lavoro, pari opportunità, inclusione di persone con disabilità) dovranno essere meglio garantite dalla futura *Social Taxonomy*.

Maggiori problemi sorgono in relazione agli impatti negativi generati dalle imprese finanziate dalla banca. La stessa proposta richiede agli enti creditizi di verificare che i *partner* di "rapporti d'affari consolidati" siano muniti di *policy*, codice

²⁵⁸ MOSCO - FELICETTI, «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*», 194.

²⁵⁹ La politica deve descrivere l'approccio societario al dovere di diligenza e prevedere un codice di condotta cui devono attenersi dipendenti e filiazioni della società. Essa deve, inoltre, prevedere procedure per l'esercizio del relativo dovere e misure per verificarne il rispetto.

²⁶⁰ Peralto, se la natura o la complessità delle misure di prevenzione lo esige, la società deve predisporre un "piano operativo di prevenzione".

di condotta e piani operativi di prevenzione. Ai sensi dell'art. 6 paragrafo 3, la banca creditrice procede a tale analisi "unicamente prima della prestazione del servizio", quindi nella fase di acquisizione del cliente. In aggiunta, nel caso in cui sia impossibile prevenire o attutire sufficientemente gli impatti negativi, la banca sarebbe tenuta ad "astenersi dall'allacciare un rapporto nuovo o prolungare un rapporto esistente", adottando due soluzioni alternative, la sospensione temporanea delle relazioni commerciali con il *partner* in questione, oppure la cessazione del rapporto d'affari per l'attività in questione se l'impatto negativo potenziale è grave, salvo che sia ragionevole prevedere che la cessazione arrechi un pregiudizio sostanziale al soggetto cui il servizio è prestato (art. 7 par. 5-6). Di conseguenza, il processo di erogazione del credito dovrà includere anche questo profilo²⁶¹, prevedendo uno sbarramento più severo all'ingresso. La banca, quindi, ed il cda, più precisamente, sarà chiamata ad adottare politiche creditizie più selettive e precise, così da escludere i clienti classificati a maggior impatto ed evitare rischi reputazionali²⁶².

Nel caso di inottemperanza degli obblighi di cui agli articoli 7 ed 8 e nel caso si verifichi un impatto negativo, evitabile con l'adozione delle richieste misure, la società incorre in responsabilità civile per i danni causati dalla stessa (art. 22)²⁶³.

Vigila sull'adempimento dei doveri di diligenza della società un'autorità di controllo nominata *ex art.* 17 da ogni Stato membro²⁶⁴. Tra i poteri elencati nel

²⁶¹ In merito all'integrazione dei fattori ESG nella concessione del credito *infra* Capitolo 3 §2.3

²⁶² DELLAROSA, «Cosa c'è dietro la "G" di Esg: una nuova governance bancaria per la sostenibilità», 46.; «Si tratta, com'è evidente, di un sistema complesso e macchinoso, che impone alle società di divenire controllori non solo di sé stesse e delle proprie filiazioni, ma anche dei soggetti (normalmente altre società) con i quali interagisce nell'ambito della propria catena di valore, con compiti di controllo che, per mezzo di questi soggetti, si estendono perfino alle imprese che collaborano con questi ultimi con un'esposizione a responsabilità civile per i danni causati dai vari partner di fatto non marginale, nonostante il principio contenuto nell'art. 22, co. 2 della Proposta». MOSCO - FELICETTI, «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*», 203.

²⁶³ Il par. 2 inserisce una deroga se "nello specifico caso, fosse irragionevole attendersi che il concreto intervento, anche per quanto riguarda la verifica della conformità, fosse atto a prevenire, attutire o arrestare l'impatto negativo o minimizzarne l'entità". Il giudizio di responsabilità si sposta sull'adeguatezza delle misure organizzative adottate, che vengono analiticamente previste dagli artt. 6 e 7, e non lasciate ad una valutazione caso per caso. NATOLI, «Impresa e responsabilità nel prisma del *Green New Deal* europeo», 299.

²⁶⁴ In particolare, il par. 5 prevede la possibilità per le autorità preposte alla vigilanza delle imprese finanziarie regolamentate di essere indicate quali autorità di controllo ai fini della presente direttiva. Si ricorda che la Banca d'Italia esercita la vigilanza, micro e macroprudenziale, sugli enti creditizi ai sensi del Titolo III del Dlgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario), con

successivo art. 18, rientrano quello di ordinare la cessazione delle violazioni e adottare provvedimenti correttivi, quello di imporre sanzioni pecuniarie stabilite dagli Stati membri a norma dell'art. 20 ed infine quello di adottare misure provvisore per evitare il rischio di pregiudizi gravi ed irreparabili.

Per quanto concerne il tema della lotta al cambiamento climatico, l'art. 15 par. 1 richiede alle società di adottare un piano per garantire che il modello di *business* e la strategia aziendale perseguano gli obiettivi dell'Accordo di Parigi volti al contenimento del riscaldamento globale a 1,5°C. Tale piano deve indicare il livello di rischio del cambiamento climatico per le attività della società oppure un loro possibile impatto. Nel caso in cui tale rischio sia primario per le attività della stessa, allora il piano deve includere anche obiettivi di riduzione delle emissioni (par. 2). Nell'adozione obbligatoria del piano di decarbonizzazione, le banche dovranno considerare le loro emissioni cosiddette *scope 1* (emissioni dirette, generate ad esempio dagli edifici o dai veicoli della banca), *scope 2* (emissioni indirette generate per la produzione dell'energia elettrica acquistata) e *scope 3* (emissioni generate dalla catena del valore della banca, connesse a investimenti e finanziamenti, oltre che fornitori).

Tale norma, apparentemente dedicata esclusivamente al tema della limitazione dei cambiamenti climatici, introduce in realtà nel par. 3 il tema della remunerazione variabile degli amministratori. In particolare, si richiede che le società tengano debitamente conto “dell'adempimento degli obblighi di cui ai par. 1 e 2 nel fissare la remunerazione variabile, se la remunerazione variabile è collegata al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società”. Se, da un lato, il paragrafo ha un'indubbia portata innovativa, in quanto incentivo per gli amministratori ad agire a vantaggio anche degli *stakeholders* per evitare che l'implementazione dei doveri degli amministratori sia meramente simbolico, dall'altro, la sua collocazione nel par. 3 è da molti commentatori considerata piuttosto ambigua, posta l'ampiezza del problema della remunerazione

competenze in merito al contenimento del rischio, alla stabilità patrimoniale e alla sana e prudente gestione degli intermediari. Qualora la società sia anche quotata, il potere della Consob di garantire la trasparenza e correttezza dei comportamenti si coordina con il precedente. Artt. 5 ss. Dlgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza).

degli amministratori²⁶⁵. Peraltro, la direttiva qualora entrasse in vigore rischierebbe una sovrapposizione ed incoerenza normativa²⁶⁶ con la già presente *Shareholders Rights Directive II* (SHRD II)²⁶⁷ che introduce il diritto di voto vincolante degli azionisti (“*say on pay*”) di società quotate sulla politica di remunerazione degli amministratori, articolata in componenti fisse e variabili (art. 9-*bis*). Qualora sia prevista una componente variabile nella remunerazione degli amministratori, la politica di remunerazione dovrà indicare i criteri da utilizzare basati su obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari, tenendo conto, se dal caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d’impresa (par. 6)²⁶⁸.

Affinchè la *due diligence* diventi realmente parte dell’intero funzionamento della società, la c.d. *oberleitung* (o alta amministrazione) diviene responsabile della predisposizione delle azioni di diligenza di cui agli artt. 4 e 5 e dell’adozione di misure di adeguamento della strategia aziendale sigli impatti negativi, effettivi e potenziali, di

²⁶⁵ CORVESE, «La proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano», 25.; STELLA RICHTER JR, «*Corporate Sustainability Due Diligence*: noterelle semiserie su problemi serissimi», 717. ; E. LIDMAN, «The role of corporate governance in sustainability and why the Commission’s CSDDD proposal might do more harm than good», Oxford Business Law Blog, 27 aprile 2022, <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/role-corporate-governance-sustainability-and-why-commissions-csddd>.; EUROPEAN COMPANY LAW EXPERT (ECLE), «Why Article 15 (combating climate change) should be taken out of the CSDD», The ECGI Blog, 2 agosto 2022, <https://www.ecgi.global/blog/why-article-15-combating-climate-change-should-be-taken-out-csdd> in cui si legge “*As a stand-alone provision, Art. 15(3) CSDD will have a limited effect. The definition of a director in Art. 3 leads to different scopes of application in the one-tier and in the two-tier system. While in the two-tier system the whole management board including the roles of the COO, CFO etc. is covered, in the one-tier system only the CEO is subject to this regulation. Adding another remuneration clause to the CSDD creates a regulatory overlap, and accordingly, regulatory incoherence*”.

²⁶⁶ CORVESE, «La proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano», 26.; EUROPEAN COMPANY LAW EXPERT (ECLE), «Why Article 15 (combating climate change) should be taken out of the CSDD».

²⁶⁷ Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, OJ L 132, 20 maggio 2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>.; La direttiva è stata recepita nell’ordinamento italiano con il Dlgs. 10 maggio 2019, n.49, che ha, *inter alia*, ridenominato l’art. 123 *ter* TUF in “Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti”, aggiungendo i nuovi c. 3 *bis* e c. 3 *ter*, e inserito l’art. 124 *quinquies* TUF in materia di “politica di impegno” degli investitori istituzionali. Per una maggiore disamina delle novità della SHRD II e del quadro normativo italiano, MONTALENTI, «La nuova società quotata: quali prospettive?», 20–22.: I. CAPELLI, «La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli *stakeholder* dopo la SHRD II», *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 2 (2020): 553–88.

²⁶⁸ LINCIANO ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», 20.

cui agli artt. 6 e 7 (art. 26), attraverso l'introduzione di un dovere di sollecitudine (*duty of care*) degli amministratori all'art. 25. Di conseguenza, quest'ultimi devono agire tenendo conto, non più del solo interesse superiore della società, ma anche delle conseguenze, a breve, medio e lungo termine, delle decisioni assunte in termini di diritti umani, cambiamenti climatici e ambiente (art. 25 par. 1).

Il coinvolgimento degli *stakeholders*, così inaugurato, è inoltre istituzionalizzato nel riconoscimento del diritto di reclamo (art. 9), qualora nutrano un legittimo timore circa gli impatti negativi, anche solo potenziali, sui diritti umani e sull'ambiente delle attività della società e della catena di valore²⁶⁹. Viene, in tal modo, finalmente formalizzata in una disposizione legislativa la visione dei fattori ESG così come interpretati *supra*²⁷⁰, dal momento che alla tutela degli interessi della società, *rectius* degli azionisti, si affianca quella degli altri *stakeholders*, che divengono parte integrante dei doveri fiduciari degli amministratori nei confronti della società²⁷¹.

Tuttavia, l'entusiasmo iniziale va progressivamente scemando se si leggono più attentamente le norme della proposta. Come molti autori hanno riscontrato²⁷², gli "obblighi di mezzo"²⁷³ (e non "di risultato") introdotti risultano infatti essere eccessivamente vaghi e definiti da un rinvio ad una serie di *standards* internazionali, i

²⁶⁹ MOSCO - FELICETTI, «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*», 197.

²⁷⁰ Nella composizione degli interessi, il *board* dovrebbe giungere ad una sintesi che resta orientata al profitto e alla remunerazione degli azionisti, ma tenendo conto degli impatti ESG nel breve, medio e lungo periodo. DELLAROSA, «Cosa c'è dietro la "G" di Esg: una nuova governance bancaria per la sostenibilità», 48.; Peralto, alcuni hanno ritenuto che l'utilizzo dell'espressione nel testo inglese "*take into account*" (considerando 63; art. 15 par. 3; art. 25 par. 1) sia troppo vicina all'approccio della *Section 172* del *UK Companies Act*, che non ha ricevuto l'approvazione dei commentatori. CORVESE, «La proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano», 23.

²⁷¹ *Ibid*, 22.; B. SJÄFJELL - J. MÄHÖNEN, «Corporate purpose and the misleading shareholder vs stakeholder dichotomy», *Nordic & European Company Law Working Paper*, fasc. 08 (21 febbraio 2022): 18, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4039565>.; CALVOSA, «La sfida della sostenibilità: grandi imprese, Pmi e corporate governance», 64.

²⁷² TOMBARI, «La Proposta di Direttiva sulla *Corporate Due Diligence* e sulla *Corporate Accountability*: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"», 379.; MOSCO - FELICETTI, «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*», 206.; M. VENTORUZZO, «Troppa responsabilità per l'impresa», *lavoce.info*, 2 aprile 2021, <https://lavoce.info/archives/73308/troppa-responsabilita-per-limpresa/>.; G. D. MOSCO - R. FELICETTI, «Fin troppa diligenza sulla sostenibilità delle società», *lavoce.info*, 19 luglio 2022, <https://lavoce.info/archives/96293/fin-troppa-diligenza-sulla-sostenibilita-delle-societa/>.

²⁷³ STELLA RICHTER JR, «*Corporate Sustainability Due Diligence*: noterelle semiserie su problemi serissimi», 722.

cui significati mutano facilmente²⁷⁴. Tale indeterminazione suscita diverse preoccupazioni, tra le quali quella di riconoscere un'eccessiva discrezionalità agli amministratori nel bilanciamento di interessi della variegata platea di *stakeholders*, allargando oltremodo i confini della *business judgement rule*²⁷⁵, con l'estremo scenario che “*accountability to everyone means accountability to no one*”²⁷⁶ e di una conseguente paralisi dell'azione societaria²⁷⁷.

In conclusione, si può osservare che la proposta di direttiva si pone “come un tassello di un disegno, che comprende anche le proposte di regolamenti su servizi e mercati digitali o lo stesso *Recovery Plan*, di rafforzamento dell'UE come soggetto politico. In questa prospettiva, credo che si debba dare un apporto costruttivo, nell'*iter*, non semplice, che la proposta dovrà affrontare nei prossimi anni”²⁷⁸.

4.1. Segue I recenti sviluppi in tema di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*.

Considerando le notevoli difficoltà che l'Unione europea sta riscontrando per l'approvazione della direttiva e considerando i recentissimi dibattiti politici, si ritiene necessario approfondirne lo sviluppo.

²⁷⁴ “Cosa significa non pregiudicare diritti umani, ambiente e buon governo, nemmeno potenzialmente? Delle due l'una: o parliamo di violazione di specifiche norme e regole di condotta già applicabili, e allora non serve una disposizione *ad hoc*; oppure si vogliono introdurre doveri nuovi e aggiuntivi. Evidentemente è la seconda, ma questi doveri aggiuntivi sono amplissimi e generici, il che rischia di renderne l'applicazione a seconda dei casi discrezionale, inefficace o punitiva. Tanto più che si introduce una responsabilità per fatto del terzo (la “catena del valore”) che, nonostante qualche incerto tentativo di ricondurla ad attività del convenuto, moltiplica rischi e costi per le imprese europee”. VENTORUZZO, «Troppa responsabilità per l'impresa».

²⁷⁵ “In particolare, non si chiarisce quale sia il livello minimo, ovvero sino a che punto i fattori di sostenibilità debbano orientare le scelte e le strategie dell'organo di gestione. Le modalità di integrazione di simili fattori negli assetti amministrativi e negli atti gestori da questi promananti non sono pertanto cristallizzate in alcun obbligo specifico, ma permangono, al contrario, nella sfera di discrezionalità degli amministratori, tutelata dalla *business judgment rule*”. SCHNEIDER, «Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile», 348.

²⁷⁶ STELLA RICHTER JR, «*Corporate Sustainability Due Diligence*: noterelle semiserie su problemi serissimi», 723. L'autore aggiunge che, così facendo, si potrebbe mettere in discussione la stessa legittimazione dei soli *shareholders* alla nomina degli amministratori, dovendosi rivalutare il ruolo assegnato agli *stakeholders*.

²⁷⁷ CALVOSA, «La sfida della sostenibilità: grandi imprese, Pmi e *corporate governance*», 65.

²⁷⁸ LIBERTINI, «Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”», 335.

Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno raggiunto il 14 dicembre 2023, dopo mesi di negoziazioni e dopo ormai quasi due anni dalla data di pubblicazione della proposta della Commissione, un accordo su un testo provvisorio della direttiva. A seguito di nove incontri tecnici susseguiti per finalizzare l'accordo e renderlo coerente con quello politico, il testo integrale del compromesso è stato presentato al *Company Law Working Party* il 29 gennaio 2024²⁷⁹.

Nel complesso, l'accordo provvisorio ha, in parte, ridotto l'ambito di applicazione, ma ha anche previsto un regime più incisivo, soprattutto in tema di responsabilità civile e sanzioni.

In primo luogo, l'accordo modifica l'ambito di applicazione della direttiva (art. 2). Se da un lato i requisiti applicativi, basati sul numero di dipendenti e sul fatturato netto a livello mondiale, sono stati confermati, sia per le imprese europee che non europee, dall'altro, il nuovo testo introduce alcune misure antielusive. Ai fini del calcolo delle soglie a livello di gruppo, infatti, non si considerano le società non coinvolte nelle decisioni gestionali o operative delle controllate, ma si applicano direttamente ai bilanci annuali consolidati. Vengono, inoltre, inclusi i *franchising*, individuali o di gruppo, sulla base di una soglia specifica per le *royalties* di 7.5 milioni di EUR e per il fatturato netto mondiale di 40 milioni di EUR nell'Unione²⁸⁰.

Un aspetto sicuramente rilevante da approfondire, anche ai fini dell'oggetto dell'elaborato, è l'esclusione parziale delle imprese finanziarie dagli obblighi introdotti dalla CSDDD. Infatti, per le banche la definizione di "catena di attività" implica, ora, che esclusivamente la porzione di attività svolte "a monte" sarà regolata dalla disciplina. Pertanto, sono stati eliminati dal testo legislativo, ai fini della procedura di *due diligence*, tutti i riferimenti alle attività finanziarie svolte "a valle" della catena di valore, ossia di prestito e di finanziamento, che costituiscono le attività principali degli operatori.

In forza dell'art. 29 ("Riesame"), comunque, la Commissione, il Parlamento ed il Consiglio si riservano la possibilità di rivalutare la scelta e di predisporre,

²⁷⁹ SEGRETARIATO GENERALE DEL CONSIGLIO, «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 - Analysis of the final compromise text with a view to agreement», 2022/0051(COD), 2 febbraio 2024, Bruxelles.

²⁸⁰ I considerando 21 e 24 sono stati modificati di conseguenza.

eventualmente, requisiti di *due diligence* specifici per il settore finanziario, al più tardi entro due anni dall'entrata in vigore della direttiva.

I rispettivi pareri di entrambi gli organi legislativi sul testo proposto dalla Commissione si attestavano su posizioni piuttosto lontane.

Il Consiglio, rappresentativo dei ventisette Stati membri, risentiva naturalmente delle rimostranze dei singoli Paesi, soprattutto delle pressioni del Governo francese²⁸¹. In particolare, l'orientamento generale del 30 novembre 2022 del Consiglio²⁸² attesta le difficoltà riscontrate nelle numerose riunioni del Comitato dei rappresentanti permanenti ai fini del raggiungimento di una posizione comune su un testo di compromesso. L'aspetto che sembra aver suscitato maggiori preoccupazioni in talune delegazioni e in alcuni Stati membri è relativo alla definizione, appunto, di "catena di attività"²⁸³, di cui all'art. 3, lett. g). Tali preoccupazioni, peraltro, sono state nuovamente sollevate, con la promessa di mantenere riserva d'esame sul testo, anche in sede ultima di adozione del compromesso da parte del Consiglio. Pertanto, il testo legislativo proposto dal Consiglio prevede, per quanto concerne la copertura della fornitura di servizi finanziari, la facoltà per ogni Stato membro di decidere, in fase di recepimento della direttiva, se includere o meno tale fornitura da parte delle imprese finanziarie regolamentate²⁸⁴. La definizione, quindi, di catena di attività in relazione alle imprese finanziarie è stata modificata per garantire chiarezza in merito alla fornitura di servizi che dovrebbero essere coperti dalla direttiva, nel caso in cui lo Stato decida di applicarla (e coprire quindi la porzione di attività a valle della catena). Diversamente, la definizione di catena di attività per le imprese finanziarie sarebbe la stessa del resto delle società di qualsiasi altro settore economico.

Nel caso di applicazione della direttiva, inoltre, le imprese finanziarie dovrebbero essere tenute ad individuare gli impatti negativi sulle operazioni dei

²⁸¹ J. ALLENBACH-AMMANN, «EU Parliament and member states reach deal on corporate due diligence law», Euractiv, 14 dicembre 2023, <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-parliament-and-member-states-reach-deal-on-corporate-due-diligence-law/>.

²⁸² CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937- Orientamento generale», 6533/22, 30 novembre 2022, Bruxelles.

²⁸³ Il termine "catena del valore" proposto dalla Commissione è stato sostituito dal termine più neutro "catena di attività" dal Consiglio. Questi sostiene che tale modifica rispecchi le opinioni divergenti degli Stati membri sulla questione se includere l'intera "catena del valore" o limitare l'ambito applicativo alla "catena di approvvigionamento". *Ibid*, n. 18.

²⁸⁴ *Ibid*, considerando 19, art. 2, par. 8, art. 3, lett. g).

partner commerciali solo prima della prestazione del servizio finanziario (art. 6, par. 3). Per cui, è introdotta un'esenzione all'art. 10, par. 2 per l'obbligo di monitorare gli effetti negativi, con conseguente obbligo di monitoraggio limitato agli effetti negativi individuati prima della prestazione del servizio finanziario²⁸⁵. Allo stesso modo, le imprese finanziarie non sono tenute alla sospensione temporanea o alla cessazione del rapporto d'affari, in deroga all'obbligo generale, qualora nessuna delle misure appropriate adottate abbia rimosso l'impatto negativo (art. 7, par. 6 e art. 8, par. 7)²⁸⁶.

La posizione del Parlamento europeo sul tema è, invece, decisamente più ambiziosa. Il *report*²⁸⁷, infatti, propone una soluzione diametralmente opposta, decidendo di considerare anche le attività a valle delle imprese finanziarie regolamentate. L'emendamento 117 prevede per l'art. 3, par. 1, lett. g) l'inclusione, delle attività dei clienti che ricevono direttamente tali servizi, escludendo dalla catena del valore soltanto le famiglie, persone fisiche e le PMI. Una posizione ancora più decisa era stata avanzata, invece, nell'opinione della commissione per i problemi economici e monetari, che, insieme ad altre sette commissioni²⁸⁸, ha contribuito al *report* finale del Parlamento. Secondo il proposto emendamento 46, infatti, la "catena di valore" delle imprese finanziarie "*shall by priority include the activities of the clients receiving such loan, credit, and other financial services and of other companies*

²⁸⁵ *Ibid*, considerando 43.

²⁸⁶ Si è visto che gli emendamenti proposti in relazione agli artt. 10, par. 2, 7, par. 6 e 8, par. 7 non sono, poi, stati accolti nel testo del compromesso di dicembre 2023, essendo stata preferita la posizione del Parlamento. Gli artt. 7 e 8 sono intesi come "*last resort resolution*", in cui la società stessa fisserà un calendario appropriato nel suo piano di prevenzione o di azione correttiva e in cui l'interruzione sarà valutata in base all'eventualità di impatti negativi manifestamente più gravi. SEGRETARIATO GENERALE DEL CONSIGLIO, «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 - Analysis of the final compromise text with a view to agreement», n. 19.

²⁸⁷ PARLAMENTO EUROPEO, «Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937», A9-0184/2023, 8 maggio 2023.

²⁸⁸ Le otto commissioni sono la commissione per lo sviluppo (DEVE), la commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori (IMCO), la commissione per l'industria, la ricerca e l'energia (ITRE), la commissione per gli affari esteri (AFET), la commissione per l'ambiente, la sanità pubblica e la sicurezza alimentare (ENVI), la commissione per i problemi economici e monetari (ECON), la commissione per il commercio internazionale (INTA) e la commissione per l'occupazione e gli affari sociali (EMPL). Le ultime cinque in qualità di commissioni associate.

belonging to the same group whose activities are linked to the contract in question, as well as cover the impact of such activities”²⁸⁹.

Il Parlamento aveva comunque temperato la sua posizione, prevedendo che le attività delle società facenti parte della catena del valore dell’impresa cliente non sarebbero state coperte dalla direttiva se gli obblighi di *due diligence* erano stabiliti altrove ai sensi del diritto dell’UE (considerando 19).

Con questa scelta netta, l’Unione europea ha fatto un passo indietro rispetto alla sua politica in tema di finanza sostenibile. L’opinione, riduttiva ed erronea, che ha spinto gli Stati ad eliminare i riferimenti alle attività finanziarie “a valle”, è quella di ritenere che la CSDDD avrebbe costretto le imprese finanziarie ad interrompere i prestiti, a tagliare i rapporti commerciali e a disinvestire rapidamente da attività percepite come rischiose. In realtà, chiedere alla finanza di esaminare l’impatto delle sue attività di prestito, assicurazione e investimento comporta, piuttosto, un impegno significativo a meglio comprendere ed identificare i rischi e di tenerne conto nello svolgimento dei rapporti commerciali. L’obiettivo della direttiva, d’altronde, è di rendere il settore finanziario il più possibile affidabile, coerente e degno di fiducia²⁹⁰. Gli stessi dati dimostrano la necessità di un tale intervento: solo il 3% del settore, infatti, identifica i rischi e gli impatti sui diritti umani nell’ambito delle proprie attività di finanziamento e meno del 5% riconosce un processo di identificazione dell’impatto di tali attività sulla natura²⁹¹. La *World Benchmarking Alliance* (WBA), in un recente *whitepaper*, ha sottolineato la responsabilità dei governi di guidare le azioni per accelerare la trasformazione, di cui la regolamentazione è parte essenziale, per garantire una strutturazione del processo di responsabilità aziendale funzionante²⁹². Tuttavia, una regolamentazione complessa, come quella inizialmente proposta dalla

²⁸⁹ PARLAMENTO EUROPEO, «Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937», 323.

²⁹⁰ Il compromesso, peraltro, introduce nell’Allegato I una lista più dettagliata dei diritti e divieti che costituiscono un impatto negativo qualora violati. VAN BAEL & BELLIS, «EU political agreement on Corporate Sustainability Due Diligence Directive», Lexology, 18 dicembre 2023, <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=19499838-e1cb-4386-986f-aed64e0ec9c7>.

²⁹¹ WORLD BENCHMARKING ALLIANCE (WBA), «Financial System Benchmark», 2022, <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/publication/financial-system/>.

²⁹² WORLD BENCHMARKING ALLIANCE (WBA), «Corporate accountability: Closing the gap in pursuit of sustainable development», settembre 2023, 4, https://assets.worldbenchmarkingalliance.org/app/uploads/2023/09/WBA2023_whitepaper_corporate_accountability_lr.pdf.

Commissione, potrebbe non essere la soluzione al problema. Auspicabile è, invece, la previsione di regole derivate e specifiche per il settore finanziario²⁹³.

Inoltre, si deve tener a mente che gli Stati che si sono maggiormente opposti alla copertura delle attività “a valle” sono la Germania e la Francia. Entrambi prevedono già, a livello nazionale, leggi specifiche sull’obbligo di vigilanza e sul dovere di cura della catena di fornitura, di cui le banche e le altre imprese di investimento sono destinatarie²⁹⁴. Tale considerazione permette di comprendere meglio la posizione dei Governi, non intenzionati a creare sovrapposizioni normative eccessivamente onerose per gli istituti finanziari.

Compensando in qualche modo le esclusioni dagli obblighi di cui sopra, le banche restano, comunque, obbligate a redigere e a pubblicare i piani di transizione climatica, per allineare le proprie attività agli obiettivi climatici dell’Accordo di Parigi. Peraltro, il nuovo art. 15 assume ora un aspetto più incisivo²⁹⁵. Il contenuto dei piani climatici, infatti, deve essere allineato con le disposizioni della direttiva CSRD e, al fine di evitare inutili duplicazioni di obblighi di *reporting*, le società conformi alla CSRD saranno esonerate dall’adozione degli stessi²⁹⁶. Tale contenuto dispositivo si avvicina alla posizione del Parlamento europeo, intenzionato a migliorare l’efficacia degli obblighi, e si allontana da quella del Consiglio, che invece preferiva limitarne l’applicazione.

La posizione netta del Consiglio per quanto riguarda le condizioni per ritenere l’impresa civilmente responsabile ed ottenere un risarcimento (art. 22) è stata

²⁹³ S. PAVONI, «Why banks need to pay attention to sustainability due diligence rulemaking», *The Banker*, 9 febbraio 2024, <https://www.thebanker.com/Why-banks-need-to-pay-attention-to-sustainability-due-diligence-rulemaking-1707494699>; C. DE MEULEMEESTER, «Supply chain legislation on the rise globally», *SustainableViews*, 24 ottobre 2023, <https://www.sustainableviews.com/supply-chain-legislation-on-the-rise-globally/>.

²⁹⁴ Per la versione inglese del “*Act on Corporate Due Diligence Obligations in Supply Chain*” tedesco, FEDERAL MINISTRY OF LABOUR AND SOCIAL AFFAIRS, «Supply Chain Act - Act on Corporate Due Diligence Obligations in Supply Chains», CSR, s.d., <https://www.csr-in-deutschland.de/EN/Business-Human-Rights/Supply-Chain-Act/supply-chain-act.html>.; Per la versione inglese del “*French Duty of Vigilance Law*”, BUSINESS & HUMAN RIGHTS RESOURCE CENTRE, «French Duty of Vigilance Law», 14 dicembre 2016, <https://www.business-humanrights.org/en/latest-news/french-duty-of-vigilance-law-english-translation/>.

²⁹⁵ Per le società con più di 1000 dipendenti, l’accordo prevede anche incentivi finanziari, per gli amministratori e i membri degli organi di controllo, per la promozione della redazione dei piani di transizione climatica. SEGRETARIATO GENERALE DEL CONSIGLIO, «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 - Analysis of the final compromise text with a view to agreement», n. 16.

²⁹⁶ *Ibid*, n. 15.

mantenuta nel testo del compromesso provvisorio²⁹⁷. D'altro canto, sono stati inseriti diversi elementi sull'accesso alla giustizia per le persone interessate, in linea con le preoccupazioni del Parlamento europeo. Il più rilevante è contenuto nel nuovo art. 22, par. 2a, secondo cui devono intercorrere almeno cinque anni per la presentazione della richiesta di risarcimento da parte dei soggetti interessati dagli impatti negativi, compresi - a determinate condizioni - i sindacati o le organizzazioni non governative, fatte salve le norme nazionali di procedura civile²⁹⁸. Il compromesso, inoltre, prevede elementi sulla divulgazione delle prove, misure ingiuntive nel caso di non ottemperanza delle sanzioni e un riferimento alle spese processuali per i ricorrenti (considerando 56 a 62). Ai sensi del nuovo art. 20, gli organismi di vigilanza nazionali potranno sanzionare le imprese nel caso in cui non attuino correttamente le procedure di *due diligence*, anche con sanzioni pecuniarie, il cui limite massimo non deve essere inferiore al 5% del fatturato netto mondiale dell'impresa. Tale percentuale potrebbe essere particolarmente inflittiva per le grandi imprese.

Infine, l'art. 25 (“Dovere di sollecitudine degli amministratori”) e l'art. 26 (“Predisposizione della diligenza e relativa vigilanza”) sono stati rimossi dal testo del compromesso. Evidentemente, gli organi dell'Unione hanno riconosciuto le criticità, già mosse in dottrina, in merito alla vaghezza ed indeterminatezza degli obblighi di diligenza posti in capo agli amministratori, che rischiavano di assegnare agli stessi un'eccessiva discrezionalità nel bilanciamento degli interessi degli *stakeholders*.

Secondo quanto riportato dal Consiglio, infatti, gli Stati membri ritenevano l'art. 25 “un'interferenza inappropriata” con le disposizioni nazionali relative al dovere di sollecitudine degli amministratori, in grado di minacciare il dovere degli

²⁹⁷ Le intenzioni del Consiglio, infatti, erano nel senso di garantire alle società chiarezza e certezza del diritto e, soprattutto, evitare interferenze irragionevoli con i sistemi degli Stati membri in materia di diritto del risarcimento per fatto illecito. CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937- Orientamento generale», n. 27.

²⁹⁸ Il Parlamento europeo aveva, peraltro, inizialmente proposto un termine superiore di dieci anni. Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, «Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937», emendamento 302.

amministratori di agire nel migliore interesse della società²⁹⁹. Per tali ragioni, il Consiglio aveva deciso di optare per la soppressione di entrambi le disposizioni.

Anche in questo caso, posizioni divergenti sono emerse in Parlamento, il quale ha optato per il mantenimento integrale dei testi delle due disposizioni. In occasione della seduta plenaria del Parlamento del 31 maggio 2023, il Commissario europeo per la Giustizia, Didier Reynders, aveva ribadito la necessità di implementare norme armonizzate e obbligatorie sulla *due diligence* aziendale e sui doveri degli amministratori, dal momento che le raccomandazioni e gli schemi volontari esistenti si sono dimostrati insufficienti. Il Commissario chiarisce, inoltre, che, considerando che il dovere di diligenza degli amministratori è già presente in tutti gli ordinamenti giuridici degli Stati membri, la proposta si limiterebbe a precisare tali doveri, senza prescrivere di nuovi³⁰⁰.

Secondo *l'iter* legislativo europeo, il testo dell'accordo deve essere formalmente approvato dal Parlamento europeo (ultimo passaggio previsto ad aprile) e dal Consiglio dell'Unione europea, dove, appunto, si raggruppano i ministri europei per materia. La pubblicazione a fine gennaio del compromesso era stata accolta positivamente dalle organizzazioni, dai professionisti, dagli esperti e dagli attivisti. Si immaginava, pertanto, che alla data fissata per la votazione, il 9 febbraio 2024, non si sarebbero manifestati problemi. In realtà, la votazione è stata rinviata a data da definirsi per l'astensione di Germania, Austria, Finlandia e Italia, che non ha consentito il raggiungimento della maggioranza qualificata necessaria (almeno 15 Stati membri rappresentativi del 65% della popolazione), portando così alla riapertura dei negoziati. Inoltre, per decisione della presidenza del Consiglio, attualmente di nazionalità belga, il voto è stato rimosso dall'agenda³⁰¹.

²⁹⁹ CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937- Orientamento generale», n. 32.

³⁰⁰ PARLAMENTO EUROPEO, «Verbatim report of proceedings», 31 maggio 2023, Bruxelles, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/CRE-9-2023-05-31_EN.html#creitem13.

³⁰¹ E. VASQUES, «Csddd stoppata anche dall'Italia», ETicaNews, 12 febbraio 2024, <https://www.eticanews.it/csddd-stoppata-anche-dallitalia/>; M. BELLUZZI, «Direttiva sul dovere di diligenza, anche l'Italia si astiene e salta il voto», *Verità&Affari*, 9 febbraio 2024, <https://www.veritaeaffari.it/europa/direttiva-dovere-diligenza-anche-litalia-si-astiene-salta-il-voto/>; P. BLENKINSOP, «EU stalls supply chain law after German, Italian objections», Reuters, 9 febbraio 2024, <https://www.reuters.com/markets/europe/eu-postpones-decision-proposed-supply-chain-due-diligence-law-2024-02-09/>.

Volendo approfondire la posizione degli Stati astenuti, rileva innanzitutto la Germania, che, per prima, ha manifestato le sue posizioni di dissenso. A causa della battaglia politica consumatasi in territorio tedesco nei giorni che hanno preceduto la votazione³⁰², per la prima volta (considerando anche il rallentamento economico in atto), la Germania ha dovuto abbandonare la linea ecologica che ha sempre contraddistinto il suo supporto alle politiche di sostenibilità della Commissione von der Leyen. Oltre ai partiti politici, anche le associazioni imprenditoriali tedesche (ad esempio, VDMA, VCI, BDI) hanno contribuito al voto negativo sul compromesso. Secondo queste ultime, infatti, la direttiva impatterebbe negativamente sulla competitività internazionale dell'industria europea, sulla sicurezza degli approvvigionamenti e della diversificazione dell'economia europea, introducendo ulteriore burocrazia in un settore già pregno di regolamenti. Secondo i dati di un'indagine pubblicata dalla BDI, inoltre, la legge nazionale sulla catena di fornitura, entrata in vigore nel 2023, applicando un'impostazione nel complesso meno rigida, ha fatto comunque sì che molte imprese di riducessero le loro reti di fornitori e che alcune, addirittura, avessero considerato l'idea di abbandonare alcuni Paesi³⁰³. La posizione tedesca, tuttavia, è stata criticata fortemente da alcune associazioni internazionali, tra cui la Coalizione europea per la giustizia aziendale (Eccj), che l'ha ritenuta "scandalosa". Secondo la presidente dell'associazione, Nele Meyer, era chiaro che il cambio di rotta tedesco avrebbe inevitabilmente messo a rischio il voto, nonostante i

³⁰² I ministeri della Giustizia e delle Finanze tedeschi, guidati dal partito FDP, avevano infatti annunciato di voler bloccare la legislazione. Il *Freie Demokratische Partei* (FDP) è il più piccolo partito dell'attuale coalizione governativa (detiene soltanto il 4%), ma la legge nazionale prevede che, in caso di contrarietà di anche solo un partito, l'Esecutivo non possa procedere oltre. Le pressioni esercitate dal partito non hanno consentito il raggiungimento di un accordo tedesco sulla direttiva, per cui il cancelliere federale tedesco Scholz ha dovuto annunciare la posizione contraria della Germania. Il cancelliere avrebbe potuto difendere l'accordo di coalizione originario, soprattutto in considerazione delle sue affermazioni a Bruxelles: "*It would be nice if there was a supply chain law not only in Germany but also at the European level*". Scholz ha, però, preferito la coesione delle relazioni all'interno della coalizione. ECCJ TEAM, «The CSDDD is at a make-or-break moment: from fake news to businesses support», European Coalition for Corporate Justice, 7 febbraio 2024, <https://corporatejustice.org/news/the-csddd-is-at-a-make-or-break-moment-from-fake-news-to-businesses-support/>; F. SIMON, «In dubbio il sostegno tedesco alla direttiva UE sulla "due diligence" aziendale», EERACTIV.com with Reuters, 26 gennaio 2024, <https://euractiv.it/section/economia-e-sociale/news/in-dubbio-il-sostegno-tedesco-alla-direttiva-ue-sulla-due-diligence-aziendale/>.

³⁰³ Il presidente della BDI, Siegfried Russwurm, ha così commentato i risultati: "Il bilancio di un anno è sconcertante. L'enorme sforzo burocratico generato dalla legge sta portando molte aziende, soprattutto le piccole e medie imprese, sull'orlo della disperazione". F. SIMON, «In dubbio il sostegno tedesco alla direttiva UE sulla "due diligence" aziendale»,

negoziati dell'accordo provvisorio avessero largamente coinvolto gli interessi e il quadro giuridico della Germania (ad esempio, relativamente all'art. 22)³⁰⁴.

Le stesse posizioni delle associazioni industriali tedesche erano, da tempo, state avanzate da Confindustria e dal Governo italiano Meloni, inizialmente soli nella battaglia giudicata "di retrovia". Secondo Stefano Pan, delegato del Presidente di Confindustria per l'Europa e vicepresidente di BusinessEurope, il testo del compromesso è eccessivamente macchinoso ed ingestibile. Ulteriori negoziati sarebbero necessari per evitare imposizioni critiche per le imprese europee e una riduzione della loro competitività. In uno studio realizzato da BusinessEurope, poi, viene evidenziato che il controllo di tutti i fornitori (e dei loro fornitori) rappresenterebbe un aumento dei costi considerevole per le imprese³⁰⁵, obbligate a monitorare continuamente la *supply chain* e a fornire garanzie di *compliance*. Ciò che preoccupa, inoltre, Confindustria è il rischio di *shock* lungo la catena di fornitura, nel caso di una sua possibile *disruption*, in settori chiave come quello delle pelli e dell'edilizia, dovuta ad un cambiamento dei fornitori in un momento geopolitico ed economico così complesso³⁰⁶.

Infine, Heidi Hautala, deputata finlandese nonché vicepresidente del Parlamento europeo, ha dichiarato, pochi giorni prima della votazione, l'astensione della Finlandia dal voto, nonostante la lunga e tradizionale attività politica del Paese a favore dell'ambiente e dei diritti umani e il raggiungimento degli obiettivi preparatori necessari all'implementazione della CSDDD. Le obiezioni del Governo finlandese riguardano la creazione della responsabilità civile per le imprese e la capacità delle vittime colpite da impatti negativi dell'attività d'impresa di avviare azioni legali collettive ai fini del risarcimento dei danni. Nel sistema legale finlandese, infatti, le

³⁰⁴ ECCJ TEAM, «The CSDDD is at a make-or-break moment: from fake news to businesses support».

³⁰⁵ Per una media impresa, lo studio calcola che i costi potrebbero arrivare fino a quattro milioni di euro. Qualcuno ha fatto notare che le PMI italiane potrebbero trarre dei vantaggi nel medio e lungo periodo dalla direttiva. Dal momento che è presumibile che i fornitori nei Paesi in via di sviluppo non offrirebbero garanzie di rispetto della direttiva europea, le imprese italiane potrebbero gradualmente sostituirli e guadagnare contratti di fornitura importanti con le multinazionali soggette a *compliance* della CSDDD. Tuttavia, anche qualora ciò accadesse, le PMI sarebbero comunque soggette al rialzo dei costi delle materie prime e delle forniture lungo la loro *supply chain*, azzerando così il vantaggio ottenuto. L. LA POSTA, «Direttiva Ue sui fornitori: rinviato il voto sugli obblighi per le imprese», *Il Sole 24 Ore*, 8 febbraio 2024, sez. Economia, <https://www.ilsole24ore.com/art/allarme-supply-chain-le-impres-italiane-AFYL0TeC>.

³⁰⁶ *Ibid.*

class actions sono uno strumento relativamente nuovo e in gran parte inutilizzato (la prima risale al 2019)³⁰⁷.

In conclusione, alla base delle rimostranze dei Paesi membri vi è, sicuramente, la difficoltà del sistema economico-finanziario di fronteggiare gli schemi di un regolatore, che, per certi aspetti, si è fatto trascinare dall'euforia di un completo controllo del mondo ESG. Dall'altra parte, è da menzionare la volontà di alcuni gruppi aziendali di perseguire nel percorso, seppur complesso, della transizione sostenibile. Nel caso della bocciatura dell'accordo provvisorio, il problema è stato, piuttosto, di rappresentanza politica, quindi, interno al Parlamento europeo e al Consiglio. Il rischio è quello di un sistema politico che ceda a tentazioni opportunistiche e trasformi i legittimi timori degli operatori economico-finanziari in *slogan* propagandistici, avviando retromarce eccessive e minando la credibilità dello strumento della finanza sostenibile. Sarebbe, piuttosto, necessario tradurre le rimostranze politiche in meccanismi efficienti ed efficaci di un impianto legislativo, quello della sostenibilità, che è già in atto³⁰⁸.

5. L'altra faccia della medaglia: il *greenwashing*.

La progressiva crescita dell'offerta e, contemporaneamente, dell'appetibilità commerciale dei prodotti e servizi etichettati come sostenibili ha comportato un parallelo incremento del rischio di diffusione da parte delle imprese di informazioni non attendibili, non corrispondenti al vero o, quantomeno, non verificabili.

A tale strategia di *marketing* si fa riferimento con il termine *greenwashing*, che si sostanzia, appunto, in una pratica commerciale ingannevole, utilizzata da imprese interessate a presentare se stesse ed i propri prodotti finanziari come eco-sostenibili. Le imprese intendono, così, sia migliorare la propria reputazione ambientale, sia aumentare il bacino di clienti ed il relativo fatturato, attraverso l'occultazione delle esternalità negative³⁰⁹.

³⁰⁷ J.MCGOWAN, «Fate Of EU Corporate Sustainability Due Diligence Law Worsens As Finland Pulls Support», *Forbes*, 7 febbraio 2024, <https://www.forbes.com/sites/jonmcgowan/2024/02/07/fate-of-eu-corporate-sustainability-due-diligence-law-worsens-as-finland-pulls-support/amp/>.

³⁰⁸ ETICANEWS, «Perché le bocciature di Csddd, Csrđ e (anche) Sfdř», 12 febbraio 2024, <https://www.eticanews.it/perche-le-bocciature-di-csddd-csrđ-e-anche-sfdř/>.

³⁰⁹ A. SANNA, «La finanza sostenibile», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento n.2 al n.1 (2022): 229.

Ne discende che i principali effetti negativi che da tali pratiche possono scaturire sono, *inter alia*, la sfiducia degli investitori verso il mercato ESG e l'incapacità del sistema finanziario di attuare una reale transizione verde.

I rischi di condotta insostenibile derivano, in parte, dall'incompletezza e dall'incertezza applicativa del quadro normativo europeo in materia di *rating* ESG e, in parte, dall'assenza di linee di intervento uniformi in ambito di cultura del rischio.

Di queste lacune è consapevole la Commissione che ha in più occasioni³¹⁰ ribadito la necessità di intervenire legislativamente per ridurre l'opportunità di condotte di *greenwashing*.

Le aspirazioni della Commissione si sono nel tempo concretizzate nell'entrata in vigore del regolamento *Disclosure* (SFDR), del regolamento Tassonomia, della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), nella proposta di *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDDD), nella proposta di regolamento in materia di *rating* ESG³¹¹, da ultimo, nell'approvazione del regolamento sulle obbligazioni verdi europee (*European Green Bond* o "EuGB")³¹².

In più battute l'Unione ha inquadrato la prevenzione dal *greenwashing* tra gli obiettivi principali della normativa europea in tema di finanza sostenibile, in modo da proteggere gli investitori da errori di valutazioni circa la sostenibilità dei prodotti finanziari e garantire un afflusso di risorse alla c.d. *just transition*.

Così, alla "verniciatura verde" sono attribuite varie definizioni, che, in sintesi, inquadrano il fenomeno in una pratica volta ad "ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come

³¹⁰ Il progetto di finanza sostenibile dell'UE, si ricorda, è perseguito attraverso l'introduzione di regole uniformi volte a proceduralizzare e standardizzare la gestione dei rischi ESG nel settore finanziario.

³¹¹ Si veda, cap. 3, §6.

³¹² Si veda, cap. 3, §4.; Per quanto attiene, invece, ai prodotti finanziari al dettaglio, il Centro comune di ricerca della Commissione, seguendo quanto auspicato dall'*Action Plan* del 2018, ha elaborato un progetto di criteri per collegare l'impiego del marchio Ecolabel UE alla tassonomia dell'UE. La Commissione prevedeva di adottare questi criteri entro l'inizio del 2022, ma i lavori non sono ancora giunti a compimento. COMMISSIONE EUROPEA, «*Development of EU Ecolabel criteria for "retail financial products"*», EUEB meeting, 19 marzo 2021, <https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/product-groups/432/documents>; Regolamento (CE) n. 66/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 relativo al marchio di qualità ecologica dell'Unione europea (Ecolabel UE), OJ L 27, 30 ottobre 2010, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?qid=1413973280722&uri=CELEX:32010R0066>.

ecocompatibile quando in realtà gli *standard* ambientali di base non sono soddisfatti”³¹³.

Dai risultati di un’indagine a tappeto³¹⁴ dei siti *web* di vari settori economici (abbigliamento, cosmetici ed elettrodomestici), resi pubblici nel gennaio 2021 dalla Commissione europea e dalle autorità nazionali di tutela dei consumatori, emerge che è che il 42% delle affermazioni ecologiche online cela dichiarazioni dubbie, false o ingannevoli, potendo in tal modo configurare una pratica commerciale sleale a norma della direttiva sulle pratiche commerciali sleali³¹⁵.

Il fattore ambientale viene, quindi, utilizzato come strumento di *marketing*, sfruttando i c.d. *green claims*, volti ad attrarre i consumatori all’acquisto di prodotti o servizi etichettati come sostenibili. La Commissione europea, tuttavia, preferisce

³¹³ Considerando 11 del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>.

Una definizione sostanzialmente identica era già presente nel considerando 16 del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Il successivo regolamento delegato Mifid II la riproporrà nel considerando 7, Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

Il *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG) ha sottoposto all’ESMA una definizione olistica di *greenwashing*, quale “pratica di ingannare gli investitori, in particolare (ma non solo) nel contesto di ottenere un vantaggio competitivo sleale, facendo un’affermazione ESG non comprovata su un prodotto o servizio finanziario”. Il SMSG ha, poi, utilizzato l’espressione *greenbleaching* per far riferimento ai gestori di fondi che investono in attività sostenibili, ma preferiscono non dichiararlo per non incorrere nei rischi legali connessi. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP (SMSG), «SMSG additional report on greenwashing», SMSG Advice, 16 marzo 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551_SMSG_additional_report_on_greenwashing.pdf.

³¹⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «“Greenwashing”: lo screening dei siti web rivela che la metà delle affermazioni ecologiche è priva di fondamento», Comunicato stampa, 28 gennaio 2021.

³¹⁵ Direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell’11 maggio 2005 relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE) n.2006/2004 del Parlamento europeo e del Consiglio («direttiva sulle pratiche commerciali sleali»).

Nel 2016 la Commissione aveva espressamente qualificato il *greenwashing* quale *species* del *genus* delle pratiche commerciali scorrette tra imprese e consumatori. COMMISSIONE EUROPEA, «Documento di lavoro dei servizi della commissione, Orientamenti per l’attuazione/applicazione della direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali», SWD(2016) 163 final, 25 maggio 2016, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A52016SC0163>.

l'utilizzo dell'espressione "*sustainability claims*"³¹⁶, a garanzia di tutela anche alle dichiarazioni relative al fattore "S" e al fattore "G", secondo l'approccio integrato che si è *supra* analizzato³¹⁷.

L'abuso del *green advertising*, *rectius* del *greenwashing* non può che aumentare, da un lato, lo scetticismo e la diffidenza dei consumatori, che necessitano, ai fini di una corretta valutazione, di comunicazioni pubblicitarie trasparenti ed autentiche, dall'altro, gli effetti negativi sulle imprese concorrenti a quelle che se ne avvalgono³¹⁸.

Per la gestione e prevenzione di queste pratiche si è andato consolidando un apparato normativo che si fonda, a livello comunitario, sulla succitata direttiva sulle pratiche commerciali sleali³¹⁹, a livello nazionale sul Codice del Consumo così come modificato dal D.lgs. 125/2007, sul Codice di autodisciplina pubblicitaria (c.a.p.), sul Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale e sull'art. 2598 c.c. in tema di concorrenza sleale³²⁰. Tuttavia, un riferimento specifico ai *green claims* è presente esclusivamente dal Codice di autodisciplina pubblicitaria³²¹.

Peraltro, un cenno merita di essere fatto alla giurisprudenza autodisciplinare, che con le sue pronunce ha progressivamente integrato il contenuto dell'art. 12 c.a.p. con indicazioni su come garantire che il *green advertising* non sfoci nel vietato *greenwashing*³²².

³¹⁶ ESMA, «Progress Report on Greenwashing», 31 maggio 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf, 9.

³¹⁷ Si veda §2.1.

³¹⁸ A. TROISI, «La comunicazione ambientale: il *greenwashing* dietro la sostenibilità», *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1 (2022): 355, <https://doi.org/10.1433/104843>.

³¹⁹ In particolare, gli articoli 6, 7 e 12 introducono un onere del professionista di garanzia di chiarezza, accuratezza e specificità delle comunicazioni ambientali, supportate da prove attendibili, indipendenti, verificabili ed aggiornate. Per un approfondimento, si veda COMMISSIONE EUROPEA (n 286).

³²⁰ Per un approfondimento sull'apparato normativo e sul rapporto tra le norme si veda F. BERTELLI, «I *green claims* tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza», *Contratto e impresa*, fasc. 1 (2021): 286–316.

³²¹ L'articolo 12, rubricato "Tutela dell'ambiente naturale", introduce precisi *standard* di correttezza dei *green claims*, stabilendo che debbano essere supportati da dati veritieri, pertinenti e scientificamente verificabili, consentendo una chiara comprensione dell'aspetto del prodotto o dell'attività pubblicizzata a cui i benefici vantati si riferiscono. La veridicità di tali dati deve poter essere dimostrata dal professionista, a richiesta del Giurì di Autodisciplina Pubblicitario del Comitato di Controllo (articolo 6).

³²² TROISI, «La comunicazione ambientale», 361.

Di fronte alla necessità di un intervento normativo che garantisca una disciplina armonizzata, la Commissione europea ha presentato il 30 marzo 2023 una proposta di direttiva³²³ volta a rafforzare la tutela dei consumatori attraverso il divieto di pratiche commerciali sleali delle imprese, che, così facendo, impediscono acquisti sostenibili, e un miglioramento dell'informazione precontrattuale sulla durabilità e riparabilità dei prodotti. Per quanto attiene al primo aspetto, la proposta intende modificare la disciplina contenuta nella direttiva 2005/29/CE, inserendo, tra l'altro, nella lista delle pratiche considerate in ogni caso sleali (c.d. "lista nera") dieci nuove fattispecie, che includono il *greenwashing*³²⁴. Sul testo della proposta, le Commissioni Ambiente e Mercato Interno del Parlamento europeo hanno recentemente raggiunto e votato positivamente un accordo³²⁵, che dovrà passare per la votazione plenaria in Parlamento e, successivamente, per quella del Consiglio³²⁶.

Nella sostanza, tutte le imprese che operano nell'UE (con esenzioni o periodi di grazia estesi per le PMI) dovranno sottoporre le proprie dichiarazioni di *marketing* ambientale ad un processo di approvazione preventiva, affidato a verificatori accreditati (art. 11). I reclami presentati agli stessi dovranno essere approvati entro trenta giorni dal ricevimento. Nel caso, poi, di inadempienza degli obblighi di cui alla direttiva, le autorità nazionali potranno comminare alle imprese sanzioni, tra cui ammende privative dei benefici economici derivanti dalle violazioni, confische dei proventi, oppure esclusione temporanea dalle procedure di appalto pubblico e dall'accesso ai finanziamenti pubblici. Nell'ipotesi in cui vengano previste sanzioni

³²³ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (direttiva sulle asserzioni ambientali), COM (2023) 166 final, 22 marzo 2023, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2023%3A0166%3AFIN>.

³²⁴ ASSONIME, «La Commissione europea propone regole per tutelare i consumatori da *greenwashing* e obsolescenza precoce dei prodotti e assicurare l'informazione sulla durabilità e riparabilità dei prodotti», News Europa, 7 aprile 2022, https://www.assonime.it/attivita-editoriale/news/Pagine/News-Europa-07_04_2022.aspx; NON SOLO DIRITTO BANCARIO, «*Environmental claims*: la proposta di Direttiva sulle dichiarazioni ambientali», 27 marzo 2023, <https://www.dirittobancario.it/art/environmental-claims-la-proposta-di-direttiva-sulle-dichiarazioni-ambientali/>.

³²⁵ Emendamenti del Parlamento europeo alla proposta della Commissione, A9-0099/91, 10 gennaio 2024, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2023-0099-AM-091-091_IT.pdf.

³²⁶ DIRITTOBANCARIO.IT, «Divieto di Greenwashing: il Parlamento UE approva la Direttiva», Flash News, 30 gennaio 2024; F. SIMON, «EU lawmakers back hefty fines for companies making false green claims», Euractiv, 15 febbraio 2024, <https://www.euractiv.com/section/energy-environment/news/eu-lawmakers-back-hefty-fines-for-companies-making-false-green-claims/>.

pecuniarie, l'importo massimo delle stesse è pari ad almeno il 4% del fatturato annuo dell'impresa (art. 17).

Per una più efficiente lotta al *greenwashing*, la Commissione ha richiesto³²⁷ nel maggio 2022 alle Autorità di vigilanza europee (ESAs) di fornire un contributo in tema di analisi dei rischi e di prevenzione del fenomeno del *greenwashing*. Ciascuna autorità deve produrre un proprio, ma coordinato *report* riguardante il proprio mandato e le competenze specifiche settoriali. Un *report* finale delle ESAs sarà pubblicato nel maggio 2024. I motivi della richiesta risiederebbero nella necessità di meglio definire il fenomeno e di necessità di proposte legislative o modifiche dell'attuale apparato normativo, considerata la non ancora entrata in vigore di una parte della legislazione.

Il *report*³²⁸ pubblicato da ESMA nel maggio 2023, focalizzandosi sulle aree della catena del valore degli investimenti sostenibili più esposte al rischio, fornisce una decisiva e apprezzata³²⁹ definizione di *greenwashing*, quale pratica in cui le affermazioni, le dichiarazioni, le azioni o le comunicazioni relative alla sostenibilità non rispecchiano in modo chiaro e corretto il profilo di sostenibilità sottostante un ente, un prodotto o un servizio finanziario. Gli effetti fuorvianti possono riversarsi sia sui consumatori, che sugli investitori o altri partecipanti al mercato³³⁰. I risultati del *report* dimostrano che possono essere coinvolti tutti gli aspetti chiave del profilo di sostenibilità di un prodotto o di un soggetto, a partire dagli aspetti di *governance* e strategia, per arrivare agli obiettivi e alle metriche di sostenibilità o alle affermazioni sull'impatto³³¹.

³²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, «Request for input to the European Banking Authority (EBA), the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Securities and Markets Authority (ESMA) related to greenwashing risks and supervision of sustainable finance policies.», 23 maggio 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/request_to_esas_on_greenwashing_monitoring_and_supervision.pdf.

³²⁸ ESMA, «Progress Report on Greenwashing».

³²⁹ L'avvocato esperto di prodotti e strumenti finanziari, Luca Zitiello afferma: «Le *authority* hanno fatto un ottimo lavoro perché hanno scomposto la catena di valore della finanza sostenibile, individuando i singoli rischi per ciascun ambito e ruolo analizzato in modo che vengano assunte le rispettive responsabilità. Finalmente viene introdotta una prima definizione del *greenwashing* non presente nella attuale normativa di riferimento». V. D'ANGERIO, «Greenwashing. Prodotti finanziari e comunicazioni aziendali: ecco chi rischia.», *Il Sole 24 Ore*, 10 giugno 2023.

³³⁰ ESMA, «Progress Report on Greenwashing», 5.

³³¹ *Ibid*; NON SOLO DIRITTO BANCARIO, «Greenwashing: i rapporti delle Autorità di vigilanza europee», 5 giugno 2023, <https://www.dirittobancario.it/art/greenwashing-i-rapporti-delle-autorita-di-vigilanza-europee/>.

Per quanto attiene, invece, al rapporto dell'EBA³³², questo si concentra sul settore bancario, che dimostra un aumento significativo di casi di *greenwashing* nel 2022 (206 casi) rispetto al 2018 (40 casi)³³³. Secondo l'EBA, l'attuale quadro normativo europeo risulterebbe insufficiente a fronteggiare il fenomeno per una serie di motivazioni. Innanzitutto, si rinviene una miopia nell'approccio normativo, limitato alla esclusiva regolamentazione della *disclosure* delle caratteristiche dei prodotti finanziari, senza considerare la possibilità (concreta) che il *greenwashing* si possa verificare sull'intera catena di valore e a livello di tutti i fattori ESG, potendosi riversare sull'ente stesso e all'interno di documenti previsti per legge. Inoltre, i riferimenti agli *standards* che un prodotto finanziario deve rispettare per essere qualificato eco-sostenibile secondo il considerando 11 del regolamento Tassonomia risultano essere estremamente minimi³³⁴.

Le banche quindi, in quanto soggetti partecipanti del mercato, possono comportarsi da “*trigger*” se danno inizio al *greenwashing*, presentando ad esempio un prodotto come “sostenibile” pur non rispettando gli *standards* di legge. Possono essere “*spreader*” se trasmettono il *greenwashing* ai propri clienti lungo la catena di valore, lavorando come *investment advisor*. Infine, le banche sono “*receiver*” se comprano il prodotto o il servizio in questione³³⁵.

Dai dati del *report* emerge, inoltre, che le banche dell'Unione tendono ad essere più esposte rispetto ad altri settori a casi di *greenwashing* su temi legati al fattore *Social* e *Governance*, in considerazione dell'esposizione legata al finanziamento di società criticate per abusi di diritti umani, per riciclaggio di denaro e per evasione fiscale. Se si considera, poi, il *range* temporale che va dal 2012 al 2022, le questioni legate al clima sono state il primo argomento oggetto di richieste di *greenwashing* da parte delle banche. Infatti, il *greenwashing* legato a temi ambientali a livello di prodotto sembrerebbe presumibile che accada più facilmente, in considerazione della crescente domanda per prodotti sostenibili con un impatto sul clima e sull'ambiente, della complessità della regolamentazione esistente, della difficoltà di monitoraggio di

³³² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA Progress Report on Greenwashing Monitoring and Supervision», 31 maggio 2023, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greewnwashing.pdf.

³³³ *Ibid* 23.

³³⁴ *Ibid* 11.

³³⁵ *Ibid* 16.

investimenti a lungo termine quali quelli legati all'ambiente in caso di informativa non costante e appropriata. In realtà, la tipologia più frequente di *greenwashing* nel settore bancario sarebbe a livello dell'ente e collegata alla strategia di *business*. Infatti, le banche europee sono state principalmente criticate per aver promosso iniziative sostenibili, omettendo intenzionalmente informazioni sul finanziamento di attività non sostenibili e/o non menzionando gli impatti negativi sulla sostenibilità; per aver assunto impegni pubblici volti a decarbonizzare i loro investimenti complessivi e la loro attività di prestito, senza presentare un piano di transizione comprovato e credibile; per la mancanza di *due diligence* nell'intraprendere affari con individui e società coinvolti in crimini quali abusi dei diritti umani, corruzione ed evasione fiscale³³⁶.

L'EBA procede analizzando l'aspetto forse più "rischioso", ossia la propagazione dell'informazione viziata dal *greenwashing* lungo la catena di valore, che negli istituti di credito riguarda principalmente, ma non solo³³⁷, il rischio di credito, attraverso l'impatto del *greenwashing* sulle controparti della banca, comportando un indebolimento del merito del credito e, nel peggiore dei casi, l'inadempimento della controparte³³⁸.

Le soluzioni proposte dalle ESAs evidenziano la necessità di istituire un sistema di etichettatura (*labelling*) affidabile per i prodotti finanziari, chiarire i concetti chiave dell'attuale quadro normativo e meglio integrare l'impegno della sostenibilità degli operatori del mercato, rafforzare il quadro normativo relativo al concetto di "preferenze di sostenibilità", migliorare le competenze dei consulenti finanziari ed aumentare l'alfabetizzazione ESG degli investitori *retail*³³⁹. L'EBA suggerisce che la

³³⁶ *Ibid* 31.

³³⁷ Gli altri rischi finanziari impattabili dal *greenwashing* sono il rischio reputazionale, operativo, strategico e di business, di liquidità e di mercato. L'EBA prospetta, addirittura, un possibile risvolto negativo sull'intera stabilità finanziaria, sui mercati finanziari sostenibili e sulla resilienza delle istituzioni finanziarie. *Ibid* 38.

³³⁸ SCHNEIDER, «Per un approccio alla finanza sostenibile: il *greenwashing* sotto la lente del rischio di condotta», 259.

³³⁹ D'ANGERIO, «*Greenwashing*. Prodotti finanziari e comunicazioni aziendali: ecco chi rischia.»; NON SOLO DIRITTO BANCARIO, «*Greenwashing*: i rapporti delle Autorità di vigilanza europee».

legislazione in tema di finanza sostenibile non è ancora completamente attuata, comportando l'impossibilità di apprezzarne pienamente i benefici³⁴⁰.

Per concludere, si può dedurre che il *corpus* normativo di cui *supra* presupponga la penetrazione nelle logiche degli affari finanziari di un nuovo codice culturale, focalizzato sulla considerazione dei rischi di sostenibilità.

Tuttavia, il passaggio a tali *standards* comportamentali e culturali non può essere immediato. Contestazioni di *greenwashing* a banche europee³⁴¹ dimostrano l'insufficienza ed incompletezza dell'attuale sistema normativo, che consente il rischio di comportamenti non sostenibili, seppur corretti sotto l'aspetto procedurale.

Diviene, quindi, evidente che per combattere il rischio forse più pericoloso che si cela dietro alla sostenibilità, l'approccio del legislatore alla comunicazione di sostenibilità deve distanziarsi da quello proprio della comunicazione commerciale tradizionale. Mentre quest'ultima intende semplicemente favorire gli scambi economici, la prima necessita di una profonda revisione dei processi e dei prodotti offerti dalle aziende, in quanto indirizzata alla trasparenza ed informazione di dati chiari, misurabili, confrontabili e verificabili scientificamente³⁴². In un mercato odierno in cui "l'informazione è divenuta merce e quasi una materia prima che può essere sfruttata, venduta o tesaurizzata"³⁴³, il *greenwashing* può scatenare un potente effetto *boomerang* con terribili conseguenze sulla reputazione delle imprese e, in ultimo, sul mercato finanziario sostenibile.

In base a tali considerazioni, si auspicano positive votazioni della proposta di direttiva "*Green Claims*", da parte sia del Parlamento europeo in seduta plenaria, sia del Consiglio. Dubbi, comunque, sorgono in relazione alle modalità di adozione dell'attestazione da parte del verificatore autorizzato, che andrebbero, probabilmente, meglio chiarite. La direttiva, inoltre, necessiterà del recepimento nazionale (entro ventiquattro mesi dall'adozione), che potrebbe implicare applicazioni diversificate del

³⁴⁰ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA Progress Report on Greenwashing Monitoring and Supervision», 66.

³⁴¹ O. WALKER, «German police raid DWS and Deutsche Bank over greenwashing allegations», *Financial Times*, 31 maggio 2022, <https://www.ft.com/content/ff27167d-5339-47b8-a261-6f25e1534942>; J. GAPPER, «Greenwashing is tempting for CEOs who tell stories», *Financial Times*, 3 giugno 2022, <https://www.ft.com/content/40192e1b-378d-4eaa-97f2-39491d276faf>; S. MORRIS, «HSBC faces greenwashing accusations from UK advertising watchdog», *Financial Times*, 29 aprile 2022, <https://www.ft.com/content/6c08ae5f-214f-4a5f-801e-6c849a3e517d>.

³⁴² TROISI, «La comunicazione ambientale», 354.

³⁴³ V. FROSINI, *Informatica, diritto e società* (Milano: Giuffrè, 1992), 207.

dettato europeo negli Stati membri, ma si spera che la chiara posizione dell’Unione di lotta al *greenwashing* rimanga prioritaria anche nelle legislazioni nazionali.

6. Il regolamento sulla Tassonomia Verde quale “faro nell’ampio mare della finanza sostenibile europea”³⁴⁴ e gli atti delegati.

Il regolamento sulla Tassonomia Verde (TR)³⁴⁵, entrato in vigore il 12 luglio 2020, rinviene la sua genesi nel Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile, che, come si è visto, ha tra i suoi obiettivi principali il riorientamento dei flussi di capitali privati verso investimenti sostenibili³⁴⁶. A tal fine, i primi passi verso una crescita sostenibile ed inclusiva sono l’istituzione di un sistema di classificazione unificato delle attività c.d. eco-sostenibili³⁴⁷ e la formulazione di linee guida chiare sulle attività che contribuiscono ad obiettivi di sostenibilità, così aumentando la fiducia degli investitori e riducendo i problemi legati al *greenwashing*. La concretizzazione di tali aspirazioni si è avuta con la pubblicazione di un *final report* del TEG nel marzo 2020, contenente raccomandazioni relative alla struttura generale della tassonomia ed indicazioni per una comunicazione conforme al regolamento³⁴⁸.

Date le esigenze richieste dalla transizione verde, la costruzione di una tassonomia completa rappresenta un processo dinamico e complesso, articolato in continue valutazioni e aggiustamenti delle classificazioni adottate, anche alla luce delle evoluzioni internazionali. Per tale ragione, infatti, alla Commissione è stato

³⁴⁴ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 438.; Sulla centralità del regolamento tassonomia Verde rispetto agli obiettivi dell’*Action Plan* anche P. REEDTZ MARULLO, «La tassonomia europea e il finanziamento della transizione ambientale», *Bancaria*, fasc. 5 (2022): 24.; SANNA, «La finanza sostenibile», 237.

³⁴⁵ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, OJ L 198, 22 giugno 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>.

³⁴⁶ *Ibid*, considerando 6.

³⁴⁷ L’utilizzo dell’espressione “eco-sostenibilità” a danno di “sostenibilità” lascia intendere come il regolamento sia dedicato esclusivamente al fattore *Environment*.

³⁴⁸ Il rapporto si completa di un allegato sui *technical screening criteria* (TSC) per 70 attività di mitigazione del clima e 68 attività di adattamento ai cambiamenti climatici. EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, «Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance», marzo 2020, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-03/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf.

delegato ex articolo 290 TFUE il potere di aggiornarne il contenuto e meglio specificare, anche in una pluralità di atti, i criteri di vaglio tecnico per identificare le diverse attività economiche che apportino un “contributo sostanziale” o un “danno significativo” agli obiettivi ambientali³⁴⁹. In considerazione di ciò, il quadro normativo europeo sulla tassonomia si struttura non solo del regolamento sulla Tassonomia Verde, che ne rappresenta la pietra angolare, ma anche di una serie di atti collegati³⁵⁰.

A supporto della Commissione, il regolamento ha previsto l’istituzione di una piattaforma sulla finanza sostenibile (la “piattaforma”), di cui si era già accennato *supra*³⁵¹, composta da esperti rappresentanti del settore pubblico e privato, con il compito di offrire consulenza in merito alle future iniziative politiche che l’Unione intraprenderà per favorire gli investimenti sostenibili³⁵².

L’articolo 1 del regolamento, dopo aver definito l’oggetto dello stesso³⁵³, individua al paragrafo 2 le sue tre aree applicative: i) le misure adottate dagli Stati membri o dall’UE che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari³⁵⁴ o gli emittenti³⁵⁵, in relazione a prodotti finanziari³⁵⁶ o obbligazioni societarie resi

³⁴⁹ Regolamento Tassonomia Verde, considerando 54; art. 23.

³⁵⁰ È lo stesso regolamento a specificare una *road map* di adozione di atti delegati da parte della Commissione, per poter rispettare i termini di applicazione della disciplina di cui all’articolo 27. Per cui, si prevede che: (i) gli atti delegati relativi ai primi due obiettivi climatici (mitigazione dei cambiamenti climatici e adattamento ai cambiamenti climatici) siano adottati entro il 31 dicembre 2020 per garantirne l’applicazione a partire dal 1° gennaio 2022; (ii) gli atti delegati relativi agli altri obiettivi ambientali siano adottati entro il 31 dicembre 2021 per garantirne l’applicazione entro il 1° gennaio 2023. ASSONIME, «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società», Circolare n. 1 del 19 gennaio 2022, 12.

Sullo stato di avanzamento dei lavori della Commissione si dirà più avanti.

³⁵¹ Si veda §1.2.2.

³⁵² Regolamento (UE) (n 314), considerando 50; art. 20.

³⁵³ “Il presente regolamento stabilisce i criteri per determinare se un’attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento”. *Ibid*, art.1, par. 1.

³⁵⁴ Per “partecipante ai mercati finanziari” si intende “un partecipante ai mercati finanziari quale definito all’articolo 2, punto 1), del regolamento (UE) 2019/2088, compreso il produttore di un prodotto pensionistico al quale uno Stato membro abbia deciso di applicare tale regolamento conformemente all’articolo 16 dello stesso”. Regolamento (UE) (n 314), art. 2, punto 2).

³⁵⁵ La definizione di “emittente” si ricava dall’articolo 2, lettera h), del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio.

³⁵⁶ La definizione di “prodotto finanziario” si rinviene all’articolo 2, punto 12), del regolamento (UE) 2019/2088.

disponibili come ecosostenibili³⁵⁷; ii) le regole di trasparenza dei partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari; iii) gli obblighi informativi per le imprese soggette agli obblighi di pubblicare una dichiarazione non finanziaria (DNF), individuale o consolidata. L'ambito di applicazione risulta particolarmente vasto se si considera che l'ambito soggettivo previsto dalla direttiva 2014/95/EU (*Non Financial Reporting Directive*, NFRD) è stato ampliato dalla nuova direttiva 2022/2464/EU (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD). Rientrano, quindi, non più solo le imprese finanziarie e non finanziarie di grandi dimensioni qualificabili come enti di interesse pubblico, ma anche le piccole e medie imprese quotate ed alcune società di Paesi Terzi.

6.1. La definizione di “attività eco-sostenibile”.

Un'attività economica può essere definita “eco-sostenibile” ai sensi del regolamento Tassonomia se a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali elencati all'articolo 9; b) non arreca un danno significativo a nessuno di tali obiettivi, in conformità all'articolo 17; c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia³⁵⁸; d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione (art. 3).

Per quanto attiene alla prima fattispecie, il testo di legge elenca sei obiettivi ambientali: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Per ciascun obiettivo ambientale gli articoli 10 a 15 stabiliscono quando un'attività economica possa contribuire in modo sostanziale al raggiungimento dello stesso.

³⁵⁷ Questo primo ambito di applicazione riflette la natura stessa della tassonomia, un linguaggio comune inteso a definire l'ecosostenibilità di un investimento. ASSONIME, «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società», 7.

³⁵⁸ L'art. 18 le definisce come quelle “procedure attuate da un'impresa che svolge un'attività economica per garantire l'allineamento con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani”. Di conseguenza, nella valutazione di eco-sostenibilità di un'attività, le imprese devono tener conto dei criteri minimi di protezione dei diritti umani e del lavoro come declinati negli *standard* internazionali di riferimento. ASSONIME, 21.

La seconda fattispecie, invece, da una concreta declinazione al principio del “*do not significant harm*” (noto con l’acronimo DNSH)³⁵⁹. Benché già formalizzato nell’articolo 2 paragrafo 17 del regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in tale contesto compariva come uno dei parametri atti a completare la nozione di “investimento sostenibile”, una più completa definizione del principio si rinviene nell’articolo 17 del regolamento Tassonomia. Analogamente al primo caso, tuttavia, anche in quest’ultimo articolo il principio DNSH rileva come uno dei parametri che appunto qualificano un’attività come eco-sostenibile. Ciò in considerazione della similarità di intenti dei suddetti regolamenti, cioè di garantire un buon funzionamento del mercato interno dei capitali armonizzando la disciplina della sostenibilità di determinate attività economiche per evitare distorsioni nella concorrenza³⁶⁰. Il principio non è produttivo

³⁵⁹ Per comodità di lettura, si riporta l’art. 17. “1. Ai fini dell’articolo 3, lettera b), si considera che, tenuto conto del ciclo di vita dei prodotti e dei servizi forniti da un’attività economica, compresi gli elementi di prova provenienti dalle valutazioni esistenti del ciclo di vita, tale attività economica arreca un danno significativo: a) alla mitigazione dei cambiamenti climatici, se l’attività conduce a significative emissioni di gas a effetto serra; b) all’adattamento ai cambiamenti climatici, se l’attività conduce a un peggioramento degli effetti negativi del clima attuale e del clima futuro previsto su sé stessa o sulle persone, sulla natura o sugli attivi; c) all’uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine, se l’attività nuoce: i) al buono stato o al buon potenziale ecologico di corpi idrici, comprese le acque di superficie e sotterranee; o ii) al buono stato ecologico delle acque marine; d) all’economia circolare, compresi la prevenzione e il riciclaggio dei rifiuti, se: i) l’attività conduce a inefficienze significative nell’uso dei materiali o nell’uso diretto o indiretto di risorse naturali quali le fonti energetiche non rinnovabili, le materie prime, le risorse idriche e il suolo, in una o più fasi del ciclo di vita dei prodotti, anche in termini di durabilità, riparabilità, possibilità di miglioramento, riutilizzabilità o riciclabilità dei prodotti; ii) l’attività comporta un aumento significativo della produzione, dell’incenerimento o dello smaltimento dei rifiuti, ad eccezione dell’incenerimento di rifiuti pericolosi non riciclabili; o iii) lo smaltimento a lungo termine dei rifiuti potrebbe causare un danno significativo e a lungo termine all’ambiente; e) alla prevenzione e alla riduzione dell’inquinamento, se l’attività comporta un aumento significativo delle emissioni di sostanze inquinanti nell’aria, nell’acqua o nel suolo rispetto alla situazione esistente prima del suo avvio; o f) alla protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi, se l’attività: i) nuoce in misura significativa alla buona condizione e alla resilienza degli ecosistemi; o ii) nuoce allo stato di conservazione degli habitat e delle specie, comprese quelli di interesse per l’Unione. 2. Nel valutare un’attività economica in base ai criteri indicati al paragrafo 1, si tiene conto dell’impatto ambientale dell’attività stessa e dell’impatto ambientale dei prodotti e dei servizi da essa forniti durante il loro intero ciclo di vita, in particolare prendendo in considerazione produzione, uso e fine vita di tali prodotti e servizi”.

³⁶⁰ Sul punto si ricorda il considerando 10 al regolamento (UE) 2019/2088, dove si afferma che lo stesso “mira a ridurre l’asimmetria delle informazioni nelle relazioni principale- agente riguardo all’integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili obbligando i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari a effettuare informative precontrattuali e continuative destinate agli investitori finali, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli

di nessun obbligo generalizzato, ma assolve semplicemente ad una funzione qualificatoria³⁶¹. Ne risentono anche le definizioni di poteri, misure e sanzioni contenute negli articoli 21 e 22 del regolamento: l'effettività dell'*enforcement* è rimessa ai singoli Stati membri.

Ulteriori riferimenti all'intrinsecità del rapporto tra il regolamento Tassonomia ed il regolamento SFDR sono rinvenibili sia nella considerazione che i prodotti finanziari ed i partecipanti al mercato rientrano anche nel campo di applicazione del secondo, sia nelle modifiche introdotte dalla tassonomia al regime di trasparenza precontrattuale già previsto per i prodotti finanziari dal regolamento *disclosure*. In particolare, gli articoli 5,6, e 7 del regolamento del 2020 introducono una distinzione dei prodotti finanziari. Ai sensi dell'articolo 5 regolamento (UE) 2020/852, i prodotti di cui all'art.9 del SFDR (c.d. *dark green*), che hanno come oggetto gli investimenti sostenibili, devono essere accompagnati da informazioni aggiuntive relative al contributo dell'investimento sostenibile sottostante ad uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 TR e da una descrizione della misura con cui tali investimenti si riferiscono ad attività considerate eco-sostenibili *ex* articolo 3. Nell'ipotesi, invece, di un prodotto finanziario *ex* articolo 8 SFDR (c.d. *light green*) che promuove, tra le altre caratteristiche, quelle ambientali e sociali, oltre alle informazioni aggiuntive appena ricordate, la comunicazione è corredata dalla dichiarazione relativa al principio DNSH soltanto per gli investimenti sottostanti al prodotto rispettanti i criteri previsti per le attività economiche eco-sostenibili (art. 6 TR). Infine, i prodotti che non rientrano nel campo di applicazione dell'articolo 8 o 9

investitori finali (principali)". Di analogo tenore, il Considerando 9 al Regolamento Tassonomia Verde, dove si sostiene che "il raggiungimento degli Obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) nell'Unione richiede l'incanalamento dei flussi di capitali verso investimenti sostenibili. È importante sfruttare appieno le potenzialità del mercato interno ai fini del raggiungimento degli obiettivi. In tale contesto, è fondamentale rimuovere gli ostacoli all'efficace circolazione dei capitali verso investimenti sostenibili nel mercato interno ed evitare che sorgano nuovi ostacoli".

³⁶¹ È con il successivo regolamento 241/2021/UE che il principio DNSH viene elevato a vincolo di carattere universale (c.d. principio orizzontale), che, a norma dell'articolo 17, deve essere rispettato dai il finanziamento delle misure previste per i Piani nazionali di ripresa e resilienza adottati dagli Stati membri, così distaccandosi dalla logica di semplice strumento di mercato. G. M. CARUSO, «Il principio "do no significant harm": ambiguità, caratteri e implicazioni di un criterio positivizzato di sostenibilità ambientale», *La cittadinanza europea*, fasc. 2 (2022): 135–83; BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 438.

SFDR (c.d. neutri o *brown*), per cui non tengono conto dei criteri della tassonomia. Tuttavia, l'articolo 7 TR ne richiede una dichiarazione espressa³⁶².

Alla luce delle considerazioni suddette, si possono rinvenire tre tipologie di attività economiche “eco-sostenibili”: i) quelle intrinsecamente a basso contenuto di carbonio, che quindi contribuiscono di per sé ad uno degli obiettivi ambientali senza danneggiarne altri (art. 10 co. 1 TR); ii) le c.d. “*transitional activities*”, attività di cui non si può fare a meno (ad esempio, i trasporti urbani) e per le quali non esistono ancora alternative a bassa emissione di carbonio, ma che comunque presentano livelli di emissione di gas a effetto serra inferiori alla media (art. 10 co. 2 TR); iii) le c.d. “*enabling activities*” che consentono direttamente ad altre attività di contribuire in maniera sostanziale ad uno o più obiettivi di cui all'articolo 9, se non comportano la dipendenza da attivi minatori degli obiettivi ambientali a lungo termine e se impattano significativamente sull'ambiente (art. 16 TR)³⁶³.

6.2. I regolamenti delegati.

6.2.1. I criteri di vaglio tecnico e l'Atto Clima.

Il compito di individuare i parametri caratterizzanti un'attività eco-sostenibile è affidato ai criteri di vaglio tecnico³⁶⁴. Ai sensi dell'articolo 19, essi devono, *inter alia*, essere quantitativi e, per quanto possibile, contengono valori limite, altrimenti sono qualitativi (lett. c); devono essere fondati su prove scientifiche o sul principio di precauzione (lett. f)³⁶⁵; devono essere di facile utilizzo e sono stabiliti in modo da

³⁶² C. V. GORTSOS, «The Taxonomy Regulation: more important than just as an element of the Capital Market Union», EBI Working Paper Series (European Banking Institute (EBI), 2020), 26.; BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 442; ASSONIME, «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società», 9.

³⁶³ REEDTZ MARULLO, «La tassonomia europea e il finanziamento della transizione ambientale», 24.

³⁶⁴ Si possono distinguere i criteri specifici, se prescrizioni puntuali riportate in corrispondenza della singola attività elencata negli Atti Delegati, dai criteri generali, se riportati nelle Appendici e facenti riferimento a specifiche norme europee. ASSONIME, «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società», 20.

³⁶⁵ Enunciato per la prima volta dalla Commissione europea nel 2000, il principio di precauzione ha trovato formalizzazione nell'articolo 191 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

agevolare la verifica della loro conformità (lett. k); devono essere rivisti periodicamente per rimanere in linea con il progresso della scienza e della tecnologia (co. 5).

Preso atto di quanto disposto dalla suddetta norma, il 4 giugno 2021 la Commissione ha adottato il primo atto delegato. Il regolamento delegato (UE) 2021/2139 (c.d. Atto Clima)³⁶⁶ fissa i criteri di vaglio tecnico relativi ai primi due obiettivi di cui all'articolo 9, il contributo sostanziale alla mitigazione³⁶⁷ (Allegato 1) e all'adattamento³⁶⁸ dei cambiamenti climatici (Allegato 2)³⁶⁹. Vengono, inoltre, specificate, in concreto, le condizioni alle quali un'attività economica ammissibile possa dirsi rispettosa del principio DNSH.

I criteri di vaglio tecnico introdotti seguono nella maggior parte dei casi la classificazione delle attività economiche NACE (*nomenclature des activités économiques*)³⁷⁰.

(TFUE). Secondo il principio, nei casi in cui valutazioni preliminari sugli effetti di una determinata attività indichino possibili risvolti negativi sull'ambiente o sulla salute pubblica e, per accertare i quali, le informazioni scientifiche siano insufficienti o incerte, quella determinata attività non deve essere perseguita. EUR-LEX, «Precautionary principle», https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:precautionary_principle.

³⁶⁶ Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, OJ L 442, 9 dicembre 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2139>.

³⁶⁷ L'obiettivo della mitigazione dei cambiamenti climatici prevede che l'attività economica contribuisca in modo sostanziale alla stabilizzazione delle emissioni di gas a effetto serra. Tale risultato può essere raggiunto sul piano della produzione delle emissioni, evitandole o riducendole, oppure sul piano dell'assorbimento dei gas a effetto serra prodotti. Regolamento delegato (UE) 2021/2139, considerando 24; art. 10 co. 1.

³⁶⁸ L'obiettivo dell'adattamento ai cambiamenti climatici mira a ridurre gli effetti negativi, o rischi di effetti negativi, del clima attuale o dei futuri cambiamenti climatici sullo svolgimento delle attività economiche, sulle persone, sulla natura e sugli attivi. *Ibid*, considerando 25; art. 11 co. 1.

³⁶⁹ L'Atto Clima prende in valuta le prestazioni ambientali di 70 attività di mitigazione dei cambiamenti climatici e 68 attività di adattamento ai cambiamenti climatici. La tassonomia così adottata copre circa l'80% delle emissioni dirette dei *GreenHouse Gases* (GHG, tutti i gas capaci di intrappolare il calore nell'atmosfera, dando vita al fenomeno effetto serra). TETTAMANZI - MINUTIELLO, *ESG: Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting*, 63.; L'Allegato 2, all'Appendice A dell'Atto Clima fornisce un elenco non esaustivo, ma puramente indicativo dei pericoli legati al clima, facendo riferimento a quattro macrocategorie: la temperatura, i venti, le acque e la massa solida. Le macrocategorie includono sia i rischi acuti che cronici.

³⁷⁰ Il codice NACE è un sistema di classificazione generale, introdotto per la prima volta nel 1970 e utilizzato dai Paesi dell'Unione europea per uniformare le definizioni delle attività

Il processo di valutazione dell'ecosostenibilità dell'attività economica, quindi, si articola in tre fasi. Innanzitutto, è necessario verificare l'ammissibilità dell'attività, cioè verificare se la stessa rientra nell'elenco di attività incluse nell'Allegato 1³⁷¹ o nell'Allegato 2³⁷² dell'Atto Clima, se contribuisce al raggiungimento di uno degli altri obiettivi climatici, oppure se è classificabile come attività abilitante o di transizione. Bisogna, poi, verificare il rispetto dei criteri di vaglio tecnico propri di ciascuna attività. Infine, l'accertamento dell'adozione delle garanzie minime di salvaguardia e del principio DNSH. Nel caso in cui la valutazione sia positiva, l'attività può essere considerata allineata (“*aligned*”) al regolamento Tassonomia.

Tuttavia, in alcuni casi, tali criteri si basano su elementi di notevole complessità tecnica e la valutazione richiede quindi conoscenze specialistiche non proprie degli investitori. Per tale ragione, l'Atto Clima richiede la verifica di un terzo indipendente o dell'autorità nazionale indipendente³⁷³.

Più di recente, la Commissione europea ha approvato un atto complementare all'Atto Clima³⁷⁴, inserendo le nuove attività del gas e del nucleare nell'elenco delle attività economiche eco-sostenibili, tra quelle transitorie, a determinate condizioni³⁷⁵.

economiche/industriali. Ciascun istituto nazionale di statistica elabora una tabella di conversione per tradurre a livello nazionale i codici NACE. In Italia, l'Istat ha formulato le classificazioni ATECO. ASSONIME, «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società», 17.

³⁷¹ L'elenco di attività economiche riportate nell'Allegato 1 all'Atto Clima è riconducibile a 9 macrosettori economici: (i) silvicoltura; (ii) attività di protezione e ripristino ambientale; (iii) attività manifatturiere; (iv) energia; (v) fornitura di acqua, reti fognarie, trattamento dei rifiuti e decontaminazione; (vi) trasporti; (vii) edilizia e attività immobiliari; (viii) informazione e comunicazione; (ix) attività professionali scientifiche e tecniche. Alcune attività escluse erano al momento della pubblicazione del regolamento ancora in corso di valutazione di carattere politico.

³⁷² L'elenco delle attività economiche incluse nell'Allegato 2 è più ampio di quello previsto nell'Allegato 1: sono, infatti, compresi i settori economici previsti dai criteri di vaglio tecnico per la mitigazione del cambiamento climatico (con alcune marginali differenze), a cui si aggiungono le Attività finanziarie e assicurative, l'Istruzione, la Sanità e assistenza sociale, le Attività creative, artistiche e di intrattenimento.

³⁷³ È quanto accade nel caso dell'imboschimento. Allegato 1, sez. 1.1.

³⁷⁴ Regolamento delegato (UE) 2022/1214 della Commissione del 9 marzo 2022 che modifica il regolamento delegato (UE) 2021/2139 per quanto riguarda le attività economiche in taluni settori energetici e il regolamento delegato (UE) 2021/2178 per quanto riguarda la comunicazione al pubblico di informazioni specifiche relative a tali attività economiche, OJ L 188, 15 luglio 2022, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1214>.

³⁷⁵ Nel caso di attività legate al gas fossile, l'impianto dovrebbe, ad esempio, passare completamente ai gas rinnovabili o a basse emissioni entro il 31 dicembre 2035. Nel caso, invece, di centrali nucleari i permessi di costruzione devono essere rilasciati entro il 2045 e i progetti includere

A seguito della pubblicazione dell'ultimo *Sustainable Finance Package* del 13 giugno 2023³⁷⁶, la Commissione ha adottato un nuovo atto delegato di modifica³⁷⁷, che amplia il perimetro delle attività economiche che contribuiscono ai primi due obiettivi (ad esempio quelle del settore manifatturiero e dei trasporti) ed un nuovo atto delegato (*Environmental Delegated Act*)³⁷⁸ che introduce criteri di vaglio tecnico per i successivi quattro obiettivi di cui all'articolo 9 TR³⁷⁹.

Questi ultimi interventi normativi confermano la scelta della Commissione di accogliere l'opinione della Piattaforma sulla Finanza Sostenibile, secondo cui una tassonomia ambientale estesa è necessaria per innalzare la qualità delle prestazioni ambientali e per superare i limiti che scaturiscono da un'errata convinzione del carattere binario³⁸⁰ della stessa³⁸¹.

piani dettagliati in cui i suoi rifiuti radioattivi saranno immagazzinati entro il 2050. TETTAMANZI - MINUTIELLO, *ESG: Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting*, 64.; CAMERA DEI DEPUTATI - SERVIZIO STUDI - DIPARTIMENTO AFFARI COMUNITARI, «L'agenda globale per lo sviluppo sostenibile.», 69.

³⁷⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «A sustainable finance framework that works on the ground».

³⁷⁷ COMMISSIONE EUROPEA, «Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 27.6.2023 amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 establishing additional technical screening criteria for determining the conditions under which certain economic activities qualify as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether those activities cause no significant harm to any of the other environmental objectives», C(2023) 3850 final, 27 giugno 2023, Bruxelles, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-climate_en_1.pdf.

³⁷⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 27.6.2023 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to the sustainable use and protection of water and marine resources, to the transition to a circular economy, to pollution prevention and control, or to the protection and restoration of biodiversity and ecosystems and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives and amending Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities», C(2023) 3851 final, 27 giugno 2023, Bruxelles, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-environmental_en_0.pdf.

³⁷⁹ Si ricorda che gli ultimi quattro obiettivi di cui all'art. 9 sono: c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

³⁸⁰ Le attività non incluse sarebbero automaticamente da considerare non eco-sostenibili.

³⁸¹ PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, «The Extended Environmental Taxonomy: Final Report on Taxonomy extension options supporting a sustainable transition», marzo 2022, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-03/220329-sustainable-finance-platform-finance-report-environmental-transition-taxonomy_en.pdf.

6.2.2. Le regole di trasparenza nelle dichiarazioni di carattere non finanziario nell'articolo 8 del regolamento Tassonomia Verde.

L'articolo 8 TR introduce per le imprese che devono redigere la dichiarazione di carattere non finanziario l'obbligo di includere, nella stessa, informazioni riguardanti le modalità e le misure di associazione delle attività dell'impresa ad attività eco-sostenibili ex artt. 3 e 9 TR. In particolare, devono comunicare la quota del fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività eco-sostenibili, la quota delle spese in conto capitale (*CapEx*) e la quota delle spese operative (*OpEx*) relativa ad attivi o processi associati ad attività eco-sostenibili³⁸².

Al fine di precisare il contenuto e le modalità di presentazione di tali informazioni, la Commissione ha adottato il regolamento delegato 2021/2178 (*EU Taxonomy Disclosures Delegated Act*)³⁸³, che traduce in indicatori quantitativi di prestazione economica (*Key Performance Indicators* c.d. KPI) i criteri di vaglio tecnico con riferimento ai vari obiettivi ambientali.

Le informazioni da fornire ex articolo 8 TR si inseriscono all'interno della DNF e pongono, dunque, un problema di coordinamento con il contenuto della stessa.

Una prima conseguenza riguarda il perimetro di soggetti giuridici a cui tali obblighi fanno riferimento. Il principio di coerenza che sorge dal testo dell'articolo 8 TR lascia dedurre che entrambi i provvedimenti coprano la stessa area applicativa e che, nel caso di estensione del campo applicativo della NFRD, anche quello della Tassonomia si allargherà. Questo è quanto accadrà con l'applicazione, a scaglioni, della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), estensiva dell'obbligo di rendicontazione e sostitutiva della NFRD.

Altra conseguenza di tale collegamento è il regime di approvazione e controllo di tali informazioni. In via generale, si può sostenere che l'*iter* di approvazione corrisponde a quello previsto per la DNF, per cui la comunicazione delle informazioni

³⁸² GORTSOS, «The Taxonomy Regulation: more important than just as an element of the Capital Market Union», 28.

³⁸³ Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all'articolo 19 bis o all'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa, OJ L 443, 10 dicembre 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2178>.

ex art. 8 rientra nell'esclusiva competenza degli amministratori, in quanto atto di rendiconto sulle politiche aziendali e sugli impatti dell'attività sociale di natura anche prospettica. Anche l'attività di controllo esercitata dal collegio sindacale e, nel caso in cui sia previsto a livello nazionale, il controllo del revisore sulla conformità sono estendibili alle informazioni di cui all'art. 8 TR³⁸⁴.

Per quanto attiene, invece, al contenuto delle informazioni da fornire, il regolamento delegato divide le imprese in due macrocategorie: le imprese finanziarie³⁸⁵ e quelle non finanziarie³⁸⁶. Ciò in ragione dell'inadeguatezza degli indicatori KPI a rappresentare l'eco-sostenibilità delle attività delle imprese finanziarie. In particolare, gli enti creditizi comunicano le informazioni secondo le indicazioni degli allegati V e XI, utilizzando le tabelle dell'allegato VI. Infatti, per le banche la percentuale espressa dagli indicatori KPI è associata al *Green Asset ratio* (GAR): la quota dei prestiti complessivi di una banca destinata ogni anno a imprese e soggetti sostenibili dal punto di vista ambientale³⁸⁷. Le banche di grandi dimensioni già soggette alla NFRD dovranno comunicare il loro GAR a partire dal 2024. A partire dal 1° gennaio 2026, inoltre, dovranno comunicare la quota di ricavi da commissioni e compensi addebitati alle imprese, derivanti da prodotti o servizi diversi dal prestito e associati ad attività economiche allineate alla tassonomia, nonché il GAR dell'attività di *trading*³⁸⁸.

Nei fatti, tuttavia, le attività eleggibili per la tassonomia sono limitate ai finanziamenti delle banche a immobili ad uso abitativo e ai crediti nei confronti di enti soggetti alla NFRD. Restano, così, esclusi i finanziamenti alle PMI, alle imprese extra-UE e ai settori industriali non ancora compresi nel regolamento Tassonomia,

³⁸⁴ ASSONIME, «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società», 30 ss.

³⁸⁵ Nelle imprese finanziarie rientrano: a) i gestori di attività finanziarie; b) le banche; c) le imprese di investimento; d) le imprese di assicurazione e riassicurazione.

³⁸⁶ Le imprese non finanziarie ricomprendono tutte quelle non comprese nell'ambito delle imprese finanziarie.

³⁸⁷ Il GAR è calcolato come il rapporto tra gli attivi creditizi che finanziano attività economiche allineate alla Tassonomia (numeratore) e il totale attivo (denominatore). Al numeratore sono considerati i soli finanziamenti, anticipi, titoli di debito e partecipazioni *non held for trading* verso soggetti inclusi nel perimetro della NFRD e dal numeratore e dal denominatore sono escluse le esposizioni: i) verso Stati sovrani; ii) verso banche centrali; iii) del *trading book*. L. LAVECCHIA ET AL., «Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia», *Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia*, fasc. 732 (novembre 2022): 17, <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2022.0732>.

³⁸⁸ *Ibid.*

sollevando dubbi in merito alla reale capacità dell'art. 8 TR di migliorare la trasparenza sull'impatto climatico delle banche³⁸⁹.

In aggiunta, modifiche anche al suddetto regolamento delegato sono state introdotte dal *Sustainable Finance Package* del 2023.

In conclusione, grazie al regolamento sulla Tassonomia Verde e ai suoi atti delegati, il sistema finanziario e quello delle imprese possono far riferimento ad un linguaggio comune – di non sempre facile comprensione, riferito a metriche di eco-sostenibilità, funzionale agli obiettivi europei di sostenibilità³⁹⁰.

Peraltro, il ruolo di “faro nell’ampio mare della finanza sostenibile europea” può essere riconosciuto al regolamento in considerazione dell’impatto che esso ha sul panorama normativo esistente in ambito di sostenibilità³⁹¹ e sulle imprese che svolgono attività non allineate, che rischiano di non avere più un mercato se non si riorientano verso modelli sostenibili³⁹². In generale, quindi, la tassonomia ambientale è in grado di creare sinergie con le legislazioni europee, quelle già esistenti e quelle in via di introduzione, e sinergie tra i vari attori della sostenibilità.

Il problema, oltre a quello dell’attesa degli ultimi provvedimenti attuativi, resta quello della complessa definizione del perimetro delle attività e dei settori ammissibili. Iniziative per un’ulteriore estensione del campo di applicazione della tassonomia non sembrano, tuttavia, concrete, nonostante il favore accolto per quest’ipotesi. In definitiva, si ritiene che il raggiungimento di una tassonomia completa sia essenziale

³⁸⁹ C. ZAZZARA, «Banche europee e Esg: l’evoluzione della transizione sostenibile nel settore bancario», *Bancaria*, fasc. 4 (2023): 38.; Attualmente, per tutte le imprese finanziarie nel calcolo dei numeratori e dei denominatori vanno escluse le esposizioni verso amministrazioni centrali, banche centrali ed emittenti sovranazionali. Per il solo numeratore, invece, non vanno incluse le esposizioni verso imprese non soggette all’obbligo di pubblicare informazioni non finanziarie e i derivati, mentre vanno considerate le obbligazioni eco-sostenibili o i titoli di debito destinati a finanziare attività allineate alla tassonomia. REEDTZ MARULLO, «La tassonomia europea e il finanziamento della transizione ambientale», 53.

³⁹⁰ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 442.

³⁹¹ GORTSOS, «The Taxonomy Regulation: more important than just as an element of the Capital Market Union», 36.

³⁹² M. CISI - A. DEVALLE, *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*, II (Eutekne, 2023), 16.

per migliorare le suddette sinergie ed accelerare la transizione verso gli obiettivi europei³⁹³.

³⁹³ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 442; REEDTZ MARULLO, «La tassonomia europea e il finanziamento della transizione ambientale», 56.

II

Il reporting di sostenibilità: dalla *Non-Financial Reporting Directive* alla nuova *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

SOMMARIO: 1. Gli sviluppi normativi dalla *Non-Financial Reporting Directive* alla *Corporate Sustainability Reporting Directive*. – 2. L’ambito di applicazione e gli obblighi di informativa. – 3. Il tentativo di superare la frammentazione degli *standard* di rendicontazione attraverso gli *EU Sustainability Reporting Standards*. – 4. La collocazione del *report* di sostenibilità e il regime pubblicitario. – 5. L’incidenza sulla *corporate governance*. – 5.1. Il ruolo e la responsabilità degli organi sociali. – 5.1.1. – Il consiglio di amministrazione. – 5.1.2. L’organo di controllo. – 5.1.3. L’assemblea. – 5.1.4. Le altre funzioni societarie. – 5.2. L’attestazione di conformità della rendicontazione di sostenibilità. – 6. I poteri di vigilanza e le sanzioni. – 7. Il valore del *report* di sostenibilità per le banche.

Nel contesto dell’attività di impresa un elemento rilevante ed in continua evoluzione è rappresentato dalla comunicazione (*disclosure*) verso gli *stakeholders*. L’interesse di questi ultimi si lega al principio di continuità (*going concern*), che, nella relazione con l’ambiente, ha avuto la necessità di cogliere le informazioni sui rischi della loro gestione e della loro mitigazione, per individuare le prospettive (*forward looking*) utili a programmare la gestione aziendale, ad illustrare agli interlocutori la misura della *performance*, delle relazioni e della sostenibilità nel lungo periodo del modello di *business*.

La comunicazione economico-finanziaria si definisce come “la produzione di flussi informativi da parte dell’impresa nei confronti di diversi utilizzatori attuali e potenziali al fine di diffondere informazioni relative alla situazione economico, finanziaria e patrimoniale (passata e prospettica) dell’impresa”³⁹⁴, da intendersi in

³⁹⁴ CISI - DEVALLE, *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*, 17.

un'accezione più consapevole e matura, aderente al bisogno delle imprese di valorizzare gli strumenti di produzione materiali ed immateriali impiegati.

Negli ultimi anni, come si è *supra* visto, è cresciuta l'esigenza delle imprese di definire in modo più completo e dettagliato la propria "storia di creazione del valore", usufruendo non solo di indicatori economici, ma anche ambientali e sociali, al fine del miglioramento di aspetti di natura qualitativa, quali l'immagine sociale, la fiducia ed il consenso. Si è, quindi, compreso che la comunicazione economico-finanziaria così definita è insufficiente a soddisfare le esigenze dei "terzi" interessati ad aspetti non finanziari dell'attività di impresa³⁹⁵.

A questo tipo di comunicazione si è andato, quindi, affiancando il *reporting* di sostenibilità (c.d. *Corporate Sustainability Reporting*), che può essere inteso come la comunicazione di "*information that is relevant for understanding a company's long-term economic value and contribution towards a sustainable global economy, taking account of the company's economic, environmental, social and governance performance and impacts*"³⁹⁶. Nonostante tale comunicazione possa avvenire in modi diversi, l'obiettivo principale resta la comprensione di come i flussi di materiali, le risorse ed i servizi tra le aziende, i mercati dei capitali, la società, l'economia e l'ambiente possano influenzare la reciproca capacità di tali sistemi di continuare a prosperare³⁹⁷.

In considerazione, quindi, della maggiore sensibilizzazione verso temi ambientali, sociali e di *governance*, la Commissione europea³⁹⁸ ha riconosciuto, negli

³⁹⁵ L. PAPI, «Crisi del sistema "volontaristico" e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d'impresa», *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni* II, fasc. 1 (2019): 109.; G. GALEONE, *La rendicontazione non finanziaria e la misurazione dei fattori di sostenibilità: profili teorici e prospettive future*, I (Torino: G. Giappichelli, 2023), 59.

³⁹⁶ THE ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS (ACCA), «Mapping the sustainability reporting landscape. Lost in the right direction», maggio 2016, 11, <https://www.accaglobal.com/gb/en/technical-activities/technical-resources-search/2016/may/mapping-sustainability-reporting-landscape.html>.

³⁹⁷ *Ibid.*

³⁹⁸ La consapevolezza del fondamentale ruolo ricoperto dalla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario nella gestione della transizione verso un'economia globale sostenibile, nel coniugare redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente, era maturata già nel 2011. COMMISSIONE EUROPEA, «Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-2014 in materia di responsabilità sociale delle imprese», COM(2011) 681 definitivo, 25 ottobre 2011, Bruxelles, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex%3A52011DC0681.](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex%3A52011DC0681;); Ugualmente PARLAMENTO EUROPEO, «Risoluzione sulla responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile», OJ C 24, 22 gennaio 2016, <https://eur->

anni, la necessità di un coordinamento delle disposizioni nazionali in materia di divulgazione delle informazioni di carattere non finanziario almeno da parte di alcune imprese di grandi dimensioni, per mezzo di una direttiva che le obblighi a fornire un quadro completo e fedele delle loro politiche, dei loro risultati e dei rischi a cui sono esposte. Era evidente, infatti, che l'armonizzazione di una normativa obbligatoria risultava importante per gli interessi delle imprese, degli azionisti e degli altri *stakeholders*³⁹⁹.

Per tali ragioni, il presente capitolo intende, innanzitutto, seguire gli sviluppi normativi in tema di dichiarazione non finanziaria che hanno portato all'approvazione della direttiva *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, approfondendo e confrontando le principali novità in tema di contenuti, di *standards* di rendicontazione, di collocazione del documento nel contesto del bilancio d'esercizio, di risvolti sull'organizzazione societaria e di sanzioni e poteri affidati all'autorità nazionale di vigilanza.

Anche in questo contesto le banche assumono una posizione strategica, in quanto ricomprese nell'ambito di applicazione di numerose legislazioni volontarie e obbligatorie, così come nelle *guidelines* indirizzate al settore finanziario, in considerazione del duplice ruolo ricoperto dalle banche, sia di preparatori che di utilizzazione dell'informazione sulla sostenibilità. Pertanto, risulta necessaria anche un'analisi dell'applicazione della disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità da parte del settore creditizio, delle criticità e delle sfide da affrontare.

[lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0049](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0049); PARLAMENTO EUROPEO, «Risoluzione del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013 sulla responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva, OJ C 24, 22 gennaio 2016, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0050>.

³⁹⁹ COMMISSIONE EUROPEA, «Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-2014 in materia di responsabilità sociale delle imprese», considerando 4 e 5.

1. Gli sviluppi normativi dalla *Non-Financial Reporting Directive* alla *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

Tra le iniziative promosse dalla Commissione europea in tema di sviluppo sostenibile, la direttiva 2014/95/CE (*Non Financial Reporting Directive*, NFRD)⁴⁰⁰ sulle informazioni non finanziarie è sicuramente la più importante, oggi integralmente sostituita dalla direttiva 2022/2464/EU (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD)⁴⁰¹.

Tuttavia, prima di poter analizzare il contenuto precettivo di entrambi i dettati normativi, si ritiene necessario ricostruirne l'evoluzione.

Si ricorda che già la disciplina contabile aveva posto dei primi obblighi di comunicazione relativi a fatti non contabili⁴⁰². A livello nazionale, gli obblighi comunitari sono stati recepiti con il D.lgs. n. 32/2007, che ha introdotto la previsione nella relazione sulla gestione, "se dal caso", di indicatori di risultato non finanziari pertinenti all'attività di impresa (art. 2428 co. 2 c.c.)⁴⁰³.

In considerazione del crescente rilievo che la diffusione di informazioni sociali e ambientali andava rivestendo, con la comunicazione del 2011 di cui *supra*⁴⁰⁴, la

⁴⁰⁰ Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, OJ L 330, 15 novembre 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32014L0095>.

⁴⁰¹ Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, OJ L 322, 16 dicembre 2022, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>.

⁴⁰² *In primis*, la raccomandazione del 30 maggio 2001 aveva invitato gli Stati membri ad adottare misure idonee a rilevare e valutare i costi ambientali in quelli annuali e consolidati delle imprese. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, «Raccomandazione della Commissione del 30 maggio 2001 relativa alla rilevazione, alla valutazione e alla divulgazione di informazioni ambientali nei conti annuali e nelle relazioni sulla gestione delle società», 2001/453/CE, OJ L 156, 13 giugno 2001, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32001H0453>.

La direttiva 2003/51/CE, poi, aveva modificato la direttiva sui conti annuali (direttiva 78/660/CEE) e sui conti consolidati (direttiva 83/349/CEE) introducendo obblighi informativi in materia non finanziaria. Questi obblighi sono, poi, stati inseriti nell'art. 19 della direttiva 2013/34/UE che contiene la disciplina del contenuto della relazione di gestione.

⁴⁰³ L'articolo include, in via esemplificativa, le informazioni attinenti all'ambiente e al personale.

Il D.lgs. 32/2007 ha, peraltro, inserito lo speculare co. 1 *bis* nell'art. 94 D.lgs. n. 209/2005 con riguardo al bilancio di esercizio delle società assicuratrici

⁴⁰⁴ COMMISSIONE EUROPEA, «Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-2014 in materia di responsabilità sociale delle imprese».

Commissione si è assunta l'impegno di presentare una proposta legislativa che rendesse il regime di trasparenza non finanziaria maggiormente armonizzato e tra gli Stati meglio comparabile.

All'interno di questo più ampio intervento coordinato a livello europeo, si inserisce la *Non Financial Reporting Directive*.

Il provvedimento introduce nella direttiva 2013/34/UE⁴⁰⁵ gli artt. 19 *bis*, disciplinante la dichiarazione non finanziaria individuale, e 29 *bis*, disciplinante quella consolidata, e ne modifica alcune previsioni per garantire un raccordo con la nuova disciplina⁴⁰⁶. La maggiore novità riguarda l'esplicita previsione di un obbligo di pubblicazione per gli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni (gli "EIP") una dichiarazione avente ad oggetto informazioni di carattere non finanziario, più ampie rispetto a quelle di cui all'art. 2428 c.c.⁴⁰⁷. Indicazioni aggiuntive sulle politiche adottate in materia di composizione degli organi di amministrazione e controllo devono essere contenute nella relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari, così da garantire un'adeguata diversità di genere e professionalità⁴⁰⁸. Si tratta, tuttavia, di obblighi che non attengono alla responsabilità sociale delle imprese, ma hanno come obiettivo il miglioramento della trasparenza, dell'uniformità e comparabilità delle informazioni⁴⁰⁹.

In realtà, come si avrà modo di approfondire, la NFRD, sebbene introduca un obbligo di redazione di un *non financial reporting*, concede agli Stati membri discrezionalità nella definizione dell'ambito soggettivo di applicazione, del contenuto dell'informativa, della collocazione della dichiarazione e delle modalità di verifica del

⁴⁰⁵ Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio, OJ L 182, 29 giugno 2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0034>.

⁴⁰⁶ In particolare, della direttiva 2013/34/UE sono stati modificati, ad opera dell'art. 1, direttiva 2014/95/UE: l'art. 20 sulla relazione sul governo societario; l'art. 33, par. 1, sui doveri dell'organo amministrativo rispetto alla redazione e pubblicazione del bilancio e della relazione sulla gestione; l'art. 34 circa la revisione dei conti; l'art. 48 circa la relazione della Commissione europea relativa agli obblighi informativi per i pagamenti a favore dei governi.

⁴⁰⁷ Più dettagliatamente *infra* §3.

⁴⁰⁸ R. GUGLIELMETTI, «La dichiarazione sulle informazioni non finanziarie: ruoli e responsabilità degli organi aziendali», *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 1 (2018): 60.

⁴⁰⁹ ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», *Circolare n. 13 del 12 giugno 2017*, 8.

suo contenuto⁴¹⁰. Rappresenta, pertanto, un impianto precettivo “soft”, che si avvicina al principio del “*comply or explain*” proprio della maggior parte dei codici di condotta sulla *corporate governance*⁴¹¹, ma che se ne differenzia per il fatto che l’obbligo di trasparenza sottintende una logica di incentivo per le società a considerare le tematiche ESG nella gestione e negli assetti organizzativi. Il dovere, quindi, attiene al piano informativo: è un dovere di dar conto al lettore di quanto “sostenibile” sia l’esercizio dell’attività d’impresa⁴¹².

La direttiva è stata recepita in Italia con il D.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, poi modificato dalla legge di bilancio 2019, che si è limitata a modificare l’art. 123-*bis* TUF sulla relazione sul governo societario⁴¹³.

Il decreto legislativo di recepimento ha attribuito alla Consob il potere di stabilire per le società quotate: i) le modalità di trasmissione alla Consob stessa della dichiarazione non finanziaria; ii) le eventuali modalità ulteriori di pubblicazione della dichiarazione rispetto al deposito presso il Registro delle imprese; iii) le modalità e i termini per il controllo da parte della Consob; iv) i principi di comportamento e le modalità di svolgimento dell’incarico di verifica della conformità delle informazioni da parte dei revisori⁴¹⁴. Tali informazioni aggiuntive sono state inserite dall’Autorità amministrativa indipendente in un regolamento di attuazione con delibera n. 20267⁴¹⁵.

La direttiva ed il decreto legislativo rappresentano, però, solamente il primo passo delle scelte comunitarie in materia. La Commissione europea, infatti, si è

⁴¹⁰ LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 166.; PAPI, «Crisi del sistema “volontaristico” e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d’impresa», 112.

⁴¹¹ *Supra* cap.1 §3.

⁴¹² S. BRUNO, «Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori», *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2018): 979.; M. RESCIGNO, «Note sulle “regole” dell’impresa “sostenibile”. Dall’informazione non finanziaria all’informativa sulla sostenibilità», *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1 (2022): 170, <https://doi.org/10.1433/104834>.

⁴¹³ La legge 30 dicembre 2018, n. 145 all’art. 1 co. 1073 ha disposto la modifica dell’art. 3 co. 1, lett. c), D.lgs. n. 254/2016, includendo tra i contenuti della dichiarazione l’indicazione di quali modalità di gestione dei principali rischi siano state adottate.

⁴¹⁴ ASSONIME, «Il Regolamento Consob in materia di informazioni non finanziarie: chiarimenti e questioni aperte», *Circolare n.7 del 2 marzo 2018*, 2018, 4.

⁴¹⁵ COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB), «Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», Delibera n. 20267 (2018), https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2018-01-26&atto.codiceRedazionale=18A00596&elenco30giorni=true.

pronunciata nel 2017 e nel 2019 con due Comunicazioni contenenti orientamenti di natura volontaria integrativi della prima.

In particolare, la Comunicazione UE (2017/C215/01)⁴¹⁶ sulla metodologia per la comunicazione di informazioni non finanziarie fa riferimento ad una serie di *standards* nazionali, unionali ed internazionali da porre alla base dell'informativa non finanziaria ed introduce sei requisiti fondamentali per una corretta informazione⁴¹⁷.

Sotto un secondo aspetto, la Comunicazione si concentra anche sui rischi di sostenibilità e sulla loro gestione, chiedendo alle imprese di informare gli *stakeholders* sui rischi principali che possono influenzare il modello aziendale, le operazioni ed i risultati finanziari dell'attività d'impresa. In questo senso, l'informativa non finanziaria diviene anche elemento di valutazione di gestione dei rischi⁴¹⁸.

Seguendo quest'impostazione, la Commissione ha pubblicato una nuova Comunicazione nel 2019⁴¹⁹, che rinvia le sue basi nelle evoluzioni che si sono susseguite in quegli anni. Si ricorda, innanzitutto, l'importante contributo apportato dalla *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD), istituita dal Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) del G20⁴²⁰, che nel 2017 ha pubblicato delle raccomandazioni volte ad integrare il contenuto delle informazioni da comunicare circa i rischi e le opportunità connessi ai cambiamenti

⁴¹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)», (C/2017/4234), OJ C 215, 5 luglio 2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52017XC0705%2801%29>.

È la stessa direttiva 2014/95/UE che prevede all'art. 2 il dovere per la Commissione di elaborare orientamenti non vincolanti sulla metodologia di comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario, compresi gli indicatori fondamentali di prestazione generali e settoriali, al fine di agevolare la divulgazione pertinente, utile e comparabile di informazioni di carattere non finanziario da parte delle imprese.

⁴¹⁷ Cfr. *Ibid*, 3; 7 ss.

⁴¹⁸ RESCIGNO, «Note sulle “regole” dell'impresa “sostenibile”. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità», 171.

⁴¹⁹ COMMISSIONE EUROPEA, «Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima», (C/2019/4490), OJ C 209, 20 giugno 2019, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC0620%2801%29#ntr8-C_2019209IT.01000101-E0008,

⁴²⁰ TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD), *About*, <https://www.fsb-tcfd.org>.

climatici⁴²¹. Tali raccomandazioni sono ampiamente riconosciute⁴²² e la Commissione ne incoraggia l'adozione da parte delle imprese comunitarie⁴²³.

La Comunicazione del 2019 si iscrive nel contesto del Piano d'Azione del 2018 e integra le raccomandazioni della TCFD, ma si muove oltre, introducendo per la prima volta il principio di “doppia materialità” di cui si dirà successivamente⁴²⁴.

Nonostante gli interventi integrativi da parte della Commissione, le criticità e lacune della *Non Financial Reporting Directive* erano emerse già con le prime applicazioni della disciplina. Queste ultime riguardavano principalmente l'ambito di applicazione soggettivo, estremamente ridotto; la qualità delle informazioni divulgate; la standardizzazione della reportistica non finanziaria; l'*assurance* sull'informazione resa⁴²⁵. Pertanto, una sua revisione risultava auspicabile.

Nel contesto di realizzazione degli obiettivi del *Green Deal*⁴²⁶, la Commissione europea ha lanciato il 20 febbraio 2020 una consultazione pubblica su un testo orientato ad ampliare il perimetro applicativo e la vincolatività delle norme della NFRD⁴²⁷ e ha incaricato l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*)⁴²⁸

⁴²¹ TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD), «Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures», Final Report, giugno 2017, <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>.

⁴²² Il sito ufficiale della TCFD riporta che circa 5000 organizzazioni e 103 giurisdizioni hanno pubblicamente dichiarato il loro supporto al lavoro svolto dalla *Task Force*. Cfr. TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD), n 391.

⁴²³ COMMISSIONE EUROPEA, «Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima», 2.

⁴²⁴ *Ibid*, grafico 1; RESCIGNO, «Note sulle “regole” dell'impresa “sostenibile”. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità», 173.

⁴²⁵ A. GENOVESE, «L'armonizzazione del *reporting* di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD», *Contratto e impresa*, fasc. 1 (2023): 91.; *Ibid*, n. 11; PAPI, «Crisi del sistema “volontaristico” e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d'impresa», 126 ss.

⁴²⁶ *Supra* Cap.1, §1.2.1.

⁴²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, «Consultation strategy for the revision of the Non-Financial Reporting Directive», 11 giugno 2020, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Comunicazione-di-informazioni-di-carattere-non-finanziario-da-parte-delle-grandi-imprese-norme-aggiornate-public-consultation_it.

⁴²⁸ L'EFRAG è un ente di natura tecnica istituito nel 2001 per volere della Commissione europea. Le sue attività sono articolare in due pilastri: i) influenzare lo sviluppo degli *standard* IFRS in un'ottica europea nell'ambito dell'informativa finanziaria; ii) sviluppo di una bozza di *standard* europei per il *reporting* di sostenibilità e relativi emendamenti.

Il secondo pilastro è il frutto dell'estensione della missione dell'ente nel 2022, in funzione del percorso che ha portato all'approvazione della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD). Cfr. EFRAG, «EFRAG Today», *About us*, <https://www.efrag.org/About/Facts>.

di vagliare la possibilità di elaborare *standards* europei di rendicontazione del *reporting* non finanziario, da applicare nella nuova direttiva in tema di rendicontazione di sostenibilità. Il *report* finale, presentato dalla *task force* istituita dall'EFRAG all'interno del *European Lab*, propone una *roadmap* per l'elaborazione e pubblicazione di *standard* europei di rendicontazione di sostenibilità⁴²⁹.

A valle di tali interventi, la Commissione europea ha presentato il 21 aprile 2021 la proposta di modifica della NFRD⁴³⁰. Quest'ultima, allargando l'ambito di applicazione ed introducendo novità sul contenuto e sul regime di produzione del *report* di sostenibilità, intende superare il sistema volontaristico e flessibile che si era preferito nel 2014. Tra gli obiettivi della proposta figura la necessità di migliorare l'informativa sulla sostenibilità al minor costo possibile, sia per i sempre più numerosi utenti interessati⁴³¹, sia per le stesse imprese obbligate a comunicare le suddette informazioni, spesso difficoltose da reperire dai fornitori, clienti e società partecipate. Intervenendo su quattro atti legislativi vigenti⁴³², la proposta vuole rendere coerente

La relazione esistente tra l'ente e la Commissione europea è formalizzata in un *Working Arrangement*, secondo cui l'EFRAG ha sia un ruolo proattivo che reattivo, dovendo fornire assistenza alla Commissione nelle problematiche relative all'applicazione degli IFRS all'Unione. «Working Arrangements between the European Commission and EFRAG», giugno 2016, <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FWorking%2520Arrangements%2520EFRAG-EC.pdf>.

⁴²⁹ EUROPEAN REPORTING LAB, «Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting», Final Report (EFRAG, febbraio 2021), https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2520PTF-NFRS_MAIN_REPORT.pdf.

⁴³⁰ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità», COM(2021) 189 final, 21 aprile 2021, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=EN>.

⁴³¹ Secondo la Commissione, l'incremento della domanda di informazioni sulla sostenibilità proveniente direttamente dalle imprese è legata a diversi fattori, tra i quali, la maturazione degli investitori in merito alle implicazioni finanziarie delle questioni di sostenibilità; la maggiore offerta di prodotti finanziari legati ai *goals* di sviluppo sostenibile di cui all'Agenda ONU per il 2030; l'adozione di nuove misure legislative dell'UE in materia di servizi per la finanza sostenibile. Cfr. *Ibid*, considerando 9.

⁴³² In primo luogo, avrebbe modificato la direttiva contabile 2013/34/UE, mediante la revisione di alcune delle disposizioni esistenti e l'integrazione di nuove disposizioni in materia di informativa sulla sostenibilità. Sarebbe intervenuta inoltre sulla direttiva 2004/109/CE sulla revisione legale dei conti e il regolamento (UE) 537/2014 sulle revisioni affinché contemplino la revisione delle informazioni sulla sostenibilità. Infine, modificherebbe la direttiva 2006/43/CE sulla trasparenza per estendere l'ambito di applicazione degli obblighi di informativa sulla sostenibilità alle imprese i cui titoli sono quotati in mercati regolamentati e per chiarire il regime di vigilanza applicabile alle informazioni sulla sostenibilità fornite da tali imprese.

gli obblighi informativi con il quadro giuridico più ampio in materia di finanza sostenibile⁴³³, così da garantire la diffusione di informazioni complete, veritiere, attendibili e comparabili.

In seguito all'approvazione da parte del Consiglio Europeo e del Parlamento europeo, il 16 dicembre 2022 la direttiva 2022/2464/EU (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD) è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'UE. Le regole previste dal testo di legge si applicano dal 2024 (con riferimento all'anno finanziario 2023) con un regime scaglionato fino al 2028. Infatti, dal 1° gennaio 2024 le imprese già soggette alla NFRD dovranno pubblicare il loro *report* di sostenibilità; dal 1° gennaio 2025 l'obbligo entrerà in vigore per le grandi imprese non ricomprese nella NFRD; dal 1° gennaio 2026 l'obbligo sorgerà anche per le PMI e le altre imprese quotate. Gli Stati membri avranno a disposizione 18 mesi dalla pubblicazione per procedere al recepimento della nuova CSRD⁴³⁴.

In ultimo, si ricorda la pubblicazione da parte della *Task Force* dell'EFRAG di una prima bozza di *standard* di rendicontazione di sostenibilità (*European Sustainability Reporting Standards*, ESRS) nel 2022⁴³⁵, poi approvati ed inseriti dalla Commissione nella CSRD nella forma di atti delegati il 31 luglio 2023⁴³⁶.

Tra le novità introdotte dalla CSRD ve ne è una terminologica particolarmente importante. La Commissione, infatti, ritiene che l'espressione "dichiarazione non finanziaria" sia imprecisa, implicando che le informazioni da pubblicare non attengano assolutamente al piano finanziario, e vaga, introducendo la sola negazione senza darne una definizione positiva, e, per tali ragioni, insufficiente a carpire la totalità di interessi

⁴³³ Il riferimento è al regolamento (UE) 2019/2088 (regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari) e al regolamento (UE) 2020/852 (regolamento Tassonomia Verde).

⁴³⁴ GENOVESE, «L'armonizzazione del *reporting* di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD», 93 ss.

⁴³⁵ EFRAG, «First Set of draft ESRS & Basis for conclusions», First Set of draft ESRS, s.d., <https://efrag.org/lab6?AspxAutoDetectCookieSupport=1#subtitle4>.

L'argomento verrà meglio approfondito *infra* §4.

⁴³⁶ L'atto non è ancora in vigore in quanto in attesa di essere pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'UE. COMMISSIONE EUROPEA, «Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 31.7.2023 supplementing Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council as regards sustainability reporting standards», C(2023) 5303 final, 31 luglio 2023, Bruxelles, <https://webgate.ec.europa.eu/regdel/#/delegatedActs/2111>.

che la normativa intende perseguire⁴³⁷. In realtà, come è stato sostenuto, sempre più spesso le informazioni in questione sono pertinenti anche sul piano finanziario⁴³⁸. Per questo motivo, si preferisce parlare di “rendicontazione di sostenibilità”, così attenendosi al nuovo significato che il termine ha assunto con l’affermazione dei fattori ESG⁴³⁹ e modificando la direttiva contabile 2013/34/UE. Questa novità, tuttavia, non è esclusivamente terminologica, bensì anche concettuale, qualificando le intenzioni del legislatore a progredire verso l’unificazione dell’informativa finanziaria e di sostenibilità, in considerazione della sempre più incidenza della seconda sulla prima⁴⁴⁰.

A fronte di quest’analisi, si possono condividere le conclusioni avanzate dall’autore Matteo Rescigno⁴⁴¹, che ha individuato due direzioni di intervento della Commissione nella disciplina dell’informazione di sostenibilità. *In primis*, è divenuta uno strumento cruciale per gli investitori, per la gestione dei rischi aziendali e nelle questioni di CSR, ESG e sostenibilità, così riempiendo di contenuto quello che, apparentemente potrebbe sembrare un formale obbligo generico di informativa verso gli *stakeholders*. Secondariamente, si è assistito ad un’evoluzione verso una maggiore analiticità dei modelli di informazione non finanziaria (*rectius* di sostenibilità). Questi modelli non si limitano a fornire dettagli sull’informazione e sul modo di comunicarla al pubblico, ma, attraverso il riferimento a specifici *standards* elaborati dalle varie organizzazioni, diventano fonte primaria di linee guida e parametri specifici per le aziende stesse, aiutandole a informare e gestire il rischio. Di conseguenza, l’informazione di sostenibilità, come quella finanziaria, rappresenta un aspetto essenziale per la conoscenza dell’impresa stessa e della sua catena di valore. Ed il

⁴³⁷ Considerando 8 della direttiva (UE) 2022/2464,; J. BAUMÜLLER - S. O. GRBENIC, «Moving from Non-Financial to Sustainability Reporting: Analyzing the EU Commission’s Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)», *Facta Universitatis, Economics and Organization*, 18, fasc. 4 (2021): 371, <https://doi.org/10.22190/FUEO210817026B>.; PAPI, «Crisi del sistema “volontaristico” e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d’impresa», 129.

⁴³⁸ G. STRAMPELLI, «L’informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto», *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1 (2022): 153, <https://doi.org/10.1433/104833>.

⁴³⁹ Si veda *supra* cap.1 §2.1.

⁴⁴⁰ E. STABILE, «Gli standard di rendicontazione tra Dichiarazione Non Finanziaria e “informazioni sulla sostenibilità”», in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale* (XIV Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale», Roma, 2023), 8.

⁴⁴¹ RESCIGNO, «Note sulle “regole” dell’impresa “sostenibile”. Dall’informazione non finanziaria all’informativa sulla sostenibilità», 174.

legislatore ne è conscio, perché intenzionato a far acquisire gradualmente alle informazioni sulla sostenibilità uno stato comparabile a quello delle informazioni finanziarie⁴⁴².

2. L'ambito di applicazione e gli obblighi di informativa.

Dopo aver brevemente ricostruito l'evoluzione normativa in tema di informazione sulla sostenibilità, si ritiene necessario procedere ad un'analisi comparativa dei contenuti della NFRD e della CSRD.

Il regime di trasparenza si basa sull'obbligo di redigere e pubblicare una dichiarazione che può essere individuale, relativa alla singola società, oppure consolidata, se la società è società madre di un gruppo.

Trattandosi di un documento a cadenza annuale, deve essere redatto per ogni esercizio finanziario, andando, quindi, a considerare la stessa frazione temporale del bilancio di esercizio di riferimento.

Per quanto attiene all'ambito di applicazione, l'art. 1 della direttiva 2014/95/UE include le imprese di grandi dimensioni che costituiscono "enti di interesse pubblico" (requisito soggettivo) oppure imprese madri di un gruppo⁴⁴³ di grandi dimensioni, che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a cinquecento.

Il decreto legislativo nazionale di attuazione della disciplina ha esclusivamente individuato i limiti dimensionali (requisito oggettivo), nonostante la riconosciuta possibilità da parte della direttiva di espansione del perimetro dell'obbligatorietà (requisito soggettivo).

Pertanto, ai sensi dell'art. 2, co. 1, del D.lgs. n. 254/2016 un'impresa (individuale) è di grandi dimensioni se, oltre a requisito comunitario dei dipendenti medi, ha superato, alla data di chiusura del bilancio, almeno uno dei seguenti limiti dimensionali: i) venti milioni di euro di totale dell'attivo dello stato patrimoniale; ii)

⁴⁴² Cfr. Considerando 37 della direttiva 2022/2464/UE.

⁴⁴³ Ai fini dell'individuazione delle società "madri" e di quelle "figlie", l'art. 1, lett. c - d. del D.lgs. n. 254/2016 rinvia al D.lgs. n. 127/1991 e al D.lgs. n. 38/2005, per le società tenute alla redazione del bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali. In questo caso, sono esonerate dall'obbligo di redigere la dichiarazione individuale sia la società madre che le società figlie (art. 6 D.lgs. n. 254/2016).

quaranta milioni di euro di ricavi netti delle vendite e delle prestazioni. Gli stessi criteri sono previsti per i bilanci consolidati al fine di identificare i gruppi di imprese di grandi dimensioni (le *holding*) (art. 1, lett. b)⁴⁴⁴. Nel dettaglio, poi, sono considerati “enti di interesse pubblico” le società con valori mobiliari negoziati in mercati regolamentati italiani, le banche, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione con sede legale in Italia e le sedi secondarie in Italia di imprese di riassicurazione extracomunitarie⁴⁴⁵.

La direttiva, poi, consente agli Stati membri di chiedere la comunicazione di informazioni non finanziarie anche ad imprese o gruppi di imprese non soggette alla direttiva, escludendo, tuttavia, le PMI⁴⁴⁶. Il legislatore italiano in fase di recepimento ha previsto la possibilità per tali soggetti di redigere una dichiarazione volontaria, purché si attengano alle disposizioni previste sul piano sia del contenuto che delle regole di verifica, ma entro limiti di compatibilità, “tenendo conto delle dimensioni in termini di numero di dipendenti, di valori di bilancio e dello svolgimento o meno di attività transfrontaliera, secondo criteri di proporzionalità, in modo che non sia comunque compromessa la corretta comprensione dell’attività svolta, del suo andamento, dei suoi risultati e dell’impatto prodotto” (art. 7 D.lgs. n. 254/2016).

È evidente che, sia l’ambito di applicazione limitato al solo settore finanziario, sia l’approccio di *soft-law* verso le imprese non ricomprese nello stesso hanno reso la portata applicativa della direttiva estremamente riduttiva, lasciando da parte imprese piuttosto rilevanti e con un ruolo decisivo, quali, ad esempio, società che erogano servizi di pubblica utilità o che operano in settori di interesse pubblico (reti, acqua, trasporti pubblici, energia, rifiuti ecc.)⁴⁴⁷.

⁴⁴⁴ È possibile notare la differenza con l’ambito applicativo della “direttiva bilanci” (direttiva 2013/34/UE), secondo cui sono grandi imprese o grandi gruppi di imprese quelli che alla data di chiusura del bilancio superano almeno due dei tre criteri sopra elencati (con la differenza che il numero medio dei dipendenti occupati durante l’esercizio scende a 250) (art. 3, co. 3, 7, direttiva 2013/34/UE). Diversamente, secondo la NFRD il parametro dei dipendenti è fisso, mentre gli altri due sono alternativi. Ciò crea disomogeneità tra i criteri e non agevola una coordinata applicazione. S. FORTUNATO, «L’informazione non-finanziaria nell’impresa socialmente responsabile», *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 3 (2019): 421.

⁴⁴⁵ Questa la definizione di cui all’art. 16, co. 1, del D.lgs. n. 39/2010 espressamente richiamata dall’art. 1, co. 1, lett. a, del D.lgs. n. 254/2016.

⁴⁴⁶ Considerando 14 della direttiva 2014/95/UE.

⁴⁴⁷ PAPI, «Crisi del sistema “volontaristico” e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d’impresa», 123 ss.; LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 168; FORTUNATO, «L’informazione non-finanziaria nell’impresa socialmente responsabile», 422.

Per tali ragioni, la proposta di modifica direttiva NFRD ha inteso innanzitutto estendere la platea di soggetti sottoposti all'obbligo dell'informazione sulla sostenibilità, così da ottenere informazioni sulla sostenibilità da parte di circa 49 000 imprese (75% del fatturato di tutte le società di capitali) rispetto alle 11 600 (47% del fatturato) rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva NFRD⁴⁴⁸.

Pertanto, l'art. 19 *bis* è stato sostituito da un nuovo testo, in base al quale “le imprese di grandi dimensioni e le piccole⁴⁴⁹ e medie⁴⁵⁰ imprese, ad eccezione delle microimprese⁴⁵¹, che sono enti di interesse pubblico ai sensi dell'articolo 2, punto 1), lettera a), includono nella relazione sulla gestione informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione”⁴⁵². La disciplina si applica anche alle imprese non europee che generano un fatturato netto di 150 milioni di euro nell'UE e che hanno almeno una filiale o una succursale nell'UE⁴⁵³.

Ricomprensando tutte le grandi società e le PMI quotate sui mercati regolamentati⁴⁵⁴, è evidente la notevole portata innovativa della direttiva CSRD,

⁴⁴⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità», 12.

⁴⁴⁹ Sono piccole imprese quelle che alla data di chiusura di bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 4 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 8 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 50. Art. 3, par. 2 direttiva 2013/34/UE.

⁴⁵⁰ Sono medie imprese le imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250. *Ibid*, par. 3.

⁴⁵¹ Per microimprese si intendono le imprese che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 350 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 700 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 10. *Ibid*, par. 1.

⁴⁵² Art. 1 della direttiva (UE) 2022/2464, rubricato “Modifiche della direttiva 2013/34/UE, par. 4.

⁴⁵³ *Ibid*, capo 9 *bis* “Rendicontazione relativa alle imprese di paesi terzi”; art. 40 *bis*, par 1.

⁴⁵⁴ Alle PMI non quotate viene lasciata, invece, la possibilità di pubblicare su base volontaria informazioni sulla sostenibilità secondo *standards* di rendicontazione semplificati. *Ibid*, art. 1 par. 6.

In questo senso si riprende la norma promozionale, già prevista dal D.lgs. n. 254/2016, per cui le imprese non ricomprese nell'ambito di applicazione della direttiva NFRD possono pubblicare, su base volontaria, una dichiarazione non finanziaria conforme. L'apposizione della dicitura di conformità

intenzionata ad accelerare l'evoluzione verso una maggiore sostenibilità ambientale e sociale. Emergono, tuttavia, delle criticità, *in primis* legate al rischio di aumentare ulteriormente lo squilibrio tra gli oneri e le responsabilità imposti alle imprese europee rispetto ai *competitor* internazionali, portando così, contrariamente a quanto voluto, ad uno scoraggiamento all'accesso al mercato dei capitali⁴⁵⁵. Un secondo problema è legato al probabile aumento dei costi di rendicontazione per le imprese *new incumbent*. Assonime ha stimato per le imprese italiane costi significativi per soddisfare obblighi di *reporting*, per un ammontare di circa 800 milioni di euro nel primo anno di applicazione e di circa 500 milioni di euro a regime⁴⁵⁶. In ogni caso, bisogna considerare che gli obiettivi di transizione ecologica non sarebbero altresì raggiungibili senza il coinvolgimento delle PMI, ossatura del sistema imprenditoriale europeo.

Tra le altre novità introdotte dalla direttiva CSRD vi è l'ampliamento delle informazioni che le suddette imprese sono obbligate a fornire. Come si è *supra* evidenziato, la previsione dell'obbligo di fornire le informazioni relative all'impatto dell'attività d'impresa sui fattori di sostenibilità e all'influenza di tali fattori sull'andamento, sui risultati e sulla situazione dell'impresa ha comportato un superamento del principio del *comply or explain* previsto dalla precedente direttiva. Secondo gli originari art. 19 *bis*, par. 1 e art. 29 *bis*, par. 1 della direttiva contabile⁴⁵⁷, infatti, le imprese che decidevano di non applicare politiche in uno o più degli ambiti tematici rilevanti⁴⁵⁸ (ambiente, comunità di riferimento, dipendenti, rispetto dei diritti

si ottiene se le informazioni sono redatte a norma dell'art. 3 del decreto, nel caso di dichiarazioni individuali, e dell'art. 4, per le consolidate.

Non rientrano, peraltro, nel campo di applicazione le PMI quotate su Euronext Growth Milan, dal momento che l'estensione riguarda soltanto le società quotate su mercati regolamentati e non su MTF. ASSONIME, «La sfida della sostenibilità per le PMI quotate su Euronext Growth Milan. Evoluzione del quadro normativo e nuove opportunità.», Note e Studi, 3 (2023): 22-28.

⁴⁵⁵ *Ibid*, 9.

⁴⁵⁶ M. BIANCHINI - M. BIANCHI, «Le principali novità della direttiva e il ruolo dell'EFRAG», Interventi (Forum Report di Sostenibilità, Assonime Roma, Piazza Venezia 11, 2023), 8 ss.

Senza considerare i costi che le PMI operanti nella catena di fornitura di una società soggetta alla direttiva CSRD dovranno sopportare "indirettamente", in quanto coperte dalla dichiarazione della seconda. LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 183.

⁴⁵⁷ Allo stesso modo l'art. 3, co. 6 D. lgs. n. 254/2016.

⁴⁵⁸ Rilevanti secondo il principio di materialità di cui *infra* §4. La regola del *comply or explain* si pone, quindi, in un momento successivo rispetto all'analisi di materialità. Una volta individuati i temi materiali sui quali sorge un obbligo di rendicontazione ai sensi della disciplina in esame, la società resta legittimata a non adottare politiche, purché ne sia dato conto nella dichiarazione non finanziaria. ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 26.

umani, lotta alla corruzione attiva e passiva) dovevano fornire una spiegazione chiara ed articolata delle ragioni sottostanti a tale scelta. La regola avrebbe avuto la fondamentale funzione di bilanciare, a livello informativo, la non rendicontazione su determinati aspetti e l'obbligo di motivazione avrebbe consentito agli *stakeholders* interessati di valutare le suddette scelte. Tuttavia, è chiaro che una tale flessibilità debba essere bilanciata da livelli qualitativi e quantitativi di trasparenza elevati in relazione alle scelte effettuate⁴⁵⁹.

Il contenuto descrittivo minimo fissato dalla direttiva NFRD (art. 19 *bis*) era stato meglio articolato dal D. lgs. n. 254/2016 di recepimento per la dichiarazione non finanziaria individuale (art. 3)⁴⁶⁰ e per la dichiarazione non finanziaria consolidata (art. 4), richiedendo altresì di effettuare un raffronto tra l'esercizio corrente ed i precedenti.

Le criticità di tale sistema sono presto emerse, generando in concreto “confusione” tra le imprese nell'attuazione dell'informativa non finanziaria, non

⁴⁵⁹ *Ibid*, 28 ss.

⁴⁶⁰ Per comodità di lettura si riporta il testo dell'art. 3.

“1. La dichiarazione individuale di carattere non finanziario, nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, descrivendo almeno: a) il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa, ivi inclusi i modelli di organizzazione e di gestione eventualmente adottati ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera a), del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, anche con riferimento alla gestione dei suddetti temi; b) le politiche praticate dall'impresa, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti tramite di esse ed i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario; c) i principali rischi, ivi incluse le modalità di gestione degli stessi, generati o subiti, connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali, incluse, ove rilevanti, le catene di fornitura e subappalto;

2. In merito agli ambiti di cui al comma 1, la dichiarazione di carattere non finanziario contiene almeno informazioni riguardanti: a) l'utilizzo di risorse energetiche, distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili, e l'impiego di risorse idriche; b) le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera; c) l'impatto, ove possibile sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine, sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza, associato ai fattori di rischio di cui al comma 1, lettera c), o ad altri rilevanti fattori di rischio ambientale e sanitario; d) aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali; e) rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni poste in essere per impedire atteggiamenti ed azioni comunque discriminatori; f) lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati”.

Si ricorda che la necessità di indicare anche le “modalità di gestione” dei principali rischi, di cui al co. 1 lett. c), è stata introdotta dalla legge di bilancio 2019, applicandosi alle dichiarazioni non finanziarie pubblicate a partire dal 1° gennaio 2019.

apportando assolutamente miglioramenti in termini di qualità della stessa⁴⁶¹. Per tali ragioni, la Commissione con la nuova direttiva CSRD ha inteso superare quest'opzione informativa. La direttiva mira a conferire all'informativa sulla sostenibilità un carattere più rigido, predeterminato e standardizzato⁴⁶², anche attraverso l'adozione di principi di informativa sulla sostenibilità in regolamenti delegati ai sensi dell'art. 29 *ter*, in generale, e dell'art. 29 *quater*, per le PMI. La direttiva CSRD si ispira, infatti, a principi di completezza, comparabilità e affidabilità. In relazione al primo aspetto, l'informativa dovrebbe andare oltre la mera comprensione dell'attività, considerando anche gli impatti correlati, con un ampliamento del contenuto minimo a specifici ambiti informativi, tra cui un *focus* sui fattori ESG e sui fattori settoriali. Circa la comparabilità, si richiede un allineamento allo stesso tempo contenutistico e formale, diminuendo la possibilità di omissioni informative. Per quanto attiene, infine, all'affidabilità l'approccio si allontana da una mera prospettiva *outside-in* per incorporare una visione *outside-in* e *inside-out*, utile non solo a soggetti specializzati, ma anche dalla generalità degli *stakeholders*⁴⁶³.

Ne consegue che il contenuto delle informazioni da fornire non può che risultare più dettagliato di quanto previsto in precedenza dalla direttiva NFRD⁴⁶⁴.

In particolare, la rendicontazione di sostenibilità, ai sensi del nuovo art. 19 *bis* par. 2, deve contenere⁴⁶⁵:

- i) Una descrizione del modello di business e della strategia riguardo agli obiettivi di sostenibilità, che includa, *inter alia*, i piani dell'impresa, inclusi le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'accordo di Parigi e l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050

⁴⁶¹ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità», considerando 31.

⁴⁶² Tale superamento si noterà anche in relazione agli *standard* di rendicontazione, *infra* §4.

⁴⁶³ M. L. PASSADOR, «Sull'utilità della *ESG disclosure* e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità», *Banca Impresa Società*, fasc. 1 (aprile 2023): 146, <https://doi.org/10.1435/106482>.

⁴⁶⁴ RESCIGNO, «Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile". Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità», 179.

⁴⁶⁵ L'elenco è solamente esemplificativo. Si rimanda al testo della direttiva per l'elenco dettagliato dei contenuti.

come stabilito dal regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio, e, se del caso, l'esposizione dell'impresa ad attività legate al carbone, al petrolio e al gas;

- ii) I *target* e gli obiettivi di sostenibilità prefissati dall'impresa e i progressi compiuti per raggiungerli, inclusi, ove opportuno, obiettivi assoluti di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno per il 2030 e il 2050;
- iii) Una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e delle loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o dell'accesso di tali organi alle suddette competenze e capacità
- iv) Le politiche e pratiche aziendali in relazione ai fattori di sostenibilità;
- v) Una descrizione:
 - a) delle procedure di dovuta diligenza applicate dall'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità e, ove opportuno, in linea con gli obblighi dell'Unione che impongono alle imprese di attuare una procedura di dovuta diligenza;
 - b) dei principali impatti, positivi e negativi, dell'impresa legati alla catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, le sue relazioni commerciali e la sua catena di approvvigionamento;
- vi) Una descrizione dei principali rischi dell'impresa legati ai fattori di sostenibilità, comprese le principali interdipendenze e le modalità di gestione dei rischi; e infine
- vii) Indicatori rilevanti per le informative ESG e le modalità con cui sono stati identificati dall'impresa.

A quest'elenco si aggiungono le informazioni già previste dalla direttiva NFRD (art. 20, par. 1, *lett. g*, così modificato) sulla diversità di composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa relativamente ad aspetti quali, ad esempio, l'età, il sesso, o il percorso formativo professionale, gli obiettivi di tale politica sulla diversità, le modalità di attuazione e i risultati nel periodo di riferimento. Per questo aspetto, resta ferma il dovere della società che non persegua una politica sulla diversità di motivare tale scelta.

Tali informazioni hanno natura sia qualitativa, sia quantitativa e, ad eccezione del carattere retrospettivo di alcune, la maggior parte presenta un approccio previsionale, con orizzonte temporale di breve, medio e lungo periodo⁴⁶⁶.

Tra le altre novità, ancora in tema di contenuto, vi sono le risorse immateriali essenziali (“*intangibles*”) prodotte internamente, definite dalla direttiva CSRD come “risorse prive di consistenza fisica da cui dipende fundamentalmente il modello aziendale dell’impresa e che costituiscono una fonte di creazione del valore per l’impresa” (art. 1, par. 2, *lett b*)⁴⁶⁷. Per consentire agli investitori una corretta comprensione del divario crescente tra valore contabile e valutazione di mercato, un’adeguata comunicazione di informazioni relative alle risorse immateriali deve essere obbligatoria, in quanto spesso talune informazioni risultano intrinseche alle questioni di sostenibilità⁴⁶⁸.

Un altro aspetto da considerare in relazione ai contenuti riguarda i criteri di selezione delle suddette informazioni, tramite il principio di materialità.

Innanzitutto, rispetto agli ambiti⁴⁶⁹ coperti dalla dichiarazione non finanziaria, le informazioni sono divise dal legislatore in due campi: il primo è riconducibile alle strategie aziendali, quindi a fattori interni all’impresa (modello aziendale, politiche praticate e risultati conseguiti, principali rischi); il secondo, invece, attiene all’impatto dell’attività della società in relazione ai suddetti ambiti (fattori esterni). Quindi, lo stesso legislatore individua una serie di informazioni che presume rilevanti per gli *stakeholders* interessati. Su di esse la società eserciterà uno scrutinio (la c.d. analisi di materialità) volto ad individuare le informazioni da inserire nella dichiarazione non finanziaria⁴⁷⁰. In base, poi, ai risultati di tale analisi, la società potrà decidere di rendicontare o meno su profili che sono astrattamente presi in considerazione dallo *standard* di rendicontazione adottato dalla stessa.

⁴⁶⁶ M. DI SARLI, «Una proposta di direttiva della Commissione UE in materia di *Corporate Sustainability Reporting*», *Il Nuovo Diritto delle Società*, fasc. 9 (2021): 1564.

⁴⁶⁷ Preoccupazioni sull’estrema generalità della definizione erano state sollevate da ASSONIME, «Assonime feedback on the European Commission Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Reporting», Consultazioni, 2021, 8.

⁴⁶⁸ Tra gli esempi figurano le informazioni riguardanti le abilità, le competenze e l’esperienza dei dipendenti, così come la loro fedeltà nei confronti dell’impresa e la loro motivazione a migliorarne i processi, i beni e i servizi. Cfr. Considerando 32, direttiva (UE) 2022/2464.

⁴⁶⁹ Si ricordano essere a) ambiente; b) comunità di riferimento; c) personale; d) rispetto dei diritti umani; e) lotta alla corruzione attiva e passiva.

⁴⁷⁰ ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 16.

La funzione principale che il principio di materialità svolge è di garantire che il documento elaborato sia efficace ed efficiente nel fornire informazioni qualificanti in relazione all'attività e alle caratteristiche dell'impresa, evitando che lo stesso si traduca in una semplice pubblicazione di una massa di informazioni indifferenziate⁴⁷¹. In qualche modo tale clausola richiama il modello delle informazioni di bilancio, ma la sua portata imperativa è ridotta agli obblighi minimi di contenuto, dal momento che l'analisi di materialità è delegata all'autoresponsabilità degli organi societari⁴⁷².

Il D. lgs. n. 254/2016 utilizza un duplice criterio, quello della "necessità" e quello della "rilevanza o *materiality*". Le informazioni, infatti, devono essere fornite *nella misura necessaria* ad assicurare la comprensione dell'attività d'impresa, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta ed i temi coperti sono *rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa* (art. 3, co. 1). Un'informazione, quindi, è rilevante ogni qualvolta in cui la sua omissione o la sua errata indicazione "potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utilizzatori sulla base del bilancio dell'impresa"⁴⁷³ sia positivamente che negativamente⁴⁷⁴.

I problemi interpretativi principali sono relativi all'ampiezza e al significato nel contesto normativo del D. lgs. n. 254/2016. Criticità⁴⁷⁵, infatti, sono state evidenziate

⁴⁷¹ ASSONIME, «Il Regolamento Consob in materia di informazioni non finanziarie: chiarimenti e questioni aperte», 9.

⁴⁷² FORTUNATO, «L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile», 422. Pertanto, è fondamentale che ogni società si fornisca di una procedura interna di *governance* per effettuare la valutazione della rilevanza delle informazioni. Sull'impatto della pubblicazione del *report* di sostenibilità sugli organi sociali, *infra* §5.

⁴⁷³ Art. 2, par. 16, direttiva 2014/95/UE.

Si ricorda che, invece, nel campo della *disclosure* finanziaria viene unanimemente accolta la nozione di materialità fornita dallo IAS 1, paragrafo 7, secondo cui "omissioni o errate misurazioni di voci sono rilevanti se potrebbero, individualmente o nel complesso, influenzare le decisioni economiche che gli utilizzatori prendono sulla base del bilancio. La rilevanza dipende dalla dimensione e dalla natura dell'omissione o dell'errata misurazione valutata secondo le circostanze. La dimensione o natura della voce, o una combinazione di entrambe, potrebbe costituire il fattore determinante".

⁴⁷⁴ Il considerando 8 della direttiva 2014/95/UE stabilisce, infatti, che "le imprese che sono soggette alla presente direttiva dovrebbero fornire informazioni adeguate sugli aspetti per cui appare più probabile che si realizzino i principali rischi di gravi ripercussioni, come pure sui rischi già concretizzati".

⁴⁷⁵ J. BAUMÜLLER - K. SOPP, «Double Materiality and the Shift from Non-Financial to European Sustainability Reporting: Review, Outlook and Implications», *Journal of Applied Accounting Research* 23, fasc. 1 (1 febbraio 2022): 3, <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>.; G. TSAGAS - C. VILLIERS, «Why "Less Is More" in Non-Financial Reporting Initiatives: Concrete Steps Towards Supporting Sustainability», *Accounting, Economics, and Law: A Convivium* 10, fasc. 2 (27 maggio 2020): 1, <https://doi.org/10.1515/acl-2018-0045>.

in relazione alla genericità del requisito, che, non comportando alcun obbligo concreto di rendicontazione, ha creato nella prassi differenze interpretative ed applicative, soprattutto in considerazione della pluralità di *standards* di rendicontazione esistenti⁴⁷⁶. Peraltro, a conferma della limitatezza del contenuto informativo di questi profili si ricorda l'opinione della Consob, secondo cui anche gli elementi indicati nel co. 2 dell'art. 3 (che esplicitano più chiaramente alcune informazioni ritenute generalmente più significative), vanno comunque forniti “solo nella misura in cui tali indicazioni *risultino significative* alla luce dell'attività svolta dall'impresa e delle sue caratteristiche e, quindi, dei temi socio-ambientali sui quali la stessa può avere un impatto rilevante”⁴⁷⁷.

Per tali ragioni, le linee guida del 2019 introducono per la prima volta il concetto della “doppia rilevanza”. Secondo questo principio, da una parte vi è il riferimento all’“andamento dell'impresa, dei suoi risultati [...] e della sua situazione” che rimanda alla rilevanza finanziaria, nel senso di incidenza sul valore dell'impresa, delle informazioni relative al clima. Dall'altra parte, il riferimento all’ “impatto dell'attività d'impresa” rimanda alla rilevanza ambientale e sociale, quindi all'impatto esterno dell'impresa. Mentre la prima prospettiva è di solito di interesse degli investitori, la seconda lo è della comunità e delle organizzazioni della società civile⁴⁷⁸.

Diviene, in tal modo, evidente che la tipologia di rischi a cui si espone l'impresa è duplice: rischi di ripercussioni negative sul clima e sull'impresa. I secondi, poi, possono essere fisici o di transizione⁴⁷⁹ e si ripercuotono sui risultati finanziari e sul valore dell'impresa. Dunque, un problema di *risk management* di questo tipo impone agli amministratori di adottare misure volte a identificare, prevenire e mitigare i rischi patrimoniali e finanziari legati alla transizione.

⁴⁷⁶ Il principio di materialità assume, infatti, differenze di significato nei diversi *standard* (ad esempio, principi GRI oppure *Integrated Reporting*). Si veda meglio *infra* §4.

⁴⁷⁷ CONSOB, «Documento di consultazione», 21 luglio 2017, n. 4, https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/documento_di_consultazione_consob_21_luglio_2017.pdf.

⁴⁷⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima», par. 2.2.

⁴⁷⁹ Secondo la Comunicazione del 2019, i rischi fisici sono rischi per l'impresa che derivano dalle conseguenze fisiche dei cambiamenti climatici. I rischi di transizione, invece, derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resiliente ai cambiamenti climatici. Per entrambe le tipologie, la Comunicazione procede ad elencare una serie di esempi chiarificatori delle definizioni. *Ibid*, 6.; Sull'analisi rischi e sul loro impatto sull'attività d'impresa si tornerà nel cap. 3 del presente elaborato.

La stessa interpretazione del principio di materialità è stata, successivamente, accolta dalla direttiva CSRD, che riconosce che, sia il rischio che l'impresa affronta, sia l'impatto da essa prodotto assumono una prospettiva di rilevanza⁴⁸⁰.

Questa diversa prospettiva garantisce, innanzitutto, un maggiore e più diretto coinvolgimento degli *stakeholders*, potendo dar loro una visione più di insieme sull'impatto finanziario e ambientale-sociale dell'attività d'impresa. Una corretta analisi di materialità, peraltro, può informare il processo decisionale di investimento, portando benefici all'azienda nel lungo periodo. Studi dimostrano che investimenti in questioni materiali di sostenibilità possono migliorare la *performance* finanziaria dell'impresa, l'accuratezza delle previsioni degli analisti e l'informativa dei prezzi azionari⁴⁸¹.

3. Il tentativo di superare la frammentazione degli *standard* di rendicontazione attraverso gli *EU Sustainability Reporting Standards*.

Si è già avuto modo di notare che esistono diverse tipologie di informazione all'interno del *report* di sostenibilità. Vi sono, innanzitutto, informazioni aventi natura finanziaria e, quindi, aventi impatto sul conto economico e sullo stato patrimoniale della società. Altre, invece, presentano un vero e proprio carattere non finanziario. Tra queste, poi, sono rinvenibili informazioni relative a profili ESG non riflesse nei bilanci della società, ma suscettibili di incidere sul valore della stessa e, quindi, di influenzare le scelte degli investitori. Dall'altro lato, vi sono informazioni relative a fattori ed eventi societari che incidono sull'ambiente e sulla comunità, non aventi, tuttavia, ripercussioni sul valore e sulla *performance* della società stessa.

⁴⁸⁰ Considerando 29, direttiva (UE) 2022/2464.; Allo stesso modo, EUROPEAN REPORTING LAB, «Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting», Final Report (EFRAG, febbraio 2021), 8, https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2520PTF-NFRS_MAIN_REPORT.pdf.

⁴⁸¹ C. A. ADAMS ET AL., «The double-materiality concept. Application and issues» (Global Reporting Initiative (GRI), 2021), <https://www.globalreporting.org/media/jrbntbyv/griwhitepaper-publications.pdf>; M. KHAN - G. SERAFEIM, - A. YOON, «Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality», *The Accounting Review* 91, fasc. 6 (novembre 2016): 1697–1724, <https://doi.org/10.2308/accr-51383>; J. GREWAL - C. HAUPTMANN, - G. SERAFEIM, «Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness», *Journal of Business Ethics* 171, fasc. 3 (2021): 513–44, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2966144>.; C. MARTINEZ, «Effects of Materiality and Assurance of Environmental and Social Disclosures on Analysts' Forecast Accuracy», 2016, 29.

La misura e l'ampiezza, quindi, delle tipologie di informazioni da inserire nel *report* dipendono dagli *standard* di rendicontazione utilizzati e dalla conseguente nozione di materialità adottata⁴⁸².

La stessa direttiva NFRD, così come il decreto di recepimento, lasciavano ampia discrezionalità alle imprese nella scelta di quali metodologie di rendicontazione adottare, purché diffuse a livello internazionale, unionale o nazionale⁴⁸³ e a condizione che ne venisse fatta un'espressa indicazione nella dichiarazione non finanziaria (art. 3 co. 3 D. lgs. 254/2016) ovvero, nel caso di adozione di una metodologia di rendicontazione autonoma, una descrizione "chiara e articolata" delle motivazioni⁴⁸⁴ (art. 3 co. 4). Inoltre, la dichiarazione non finanziaria doveva indicare: i) il raffronto delle informazioni rese con quelle fornite negli esercizi precedenti; ii) ove opportuno, l'insieme dei riferimenti alle voci e agli importi contenuti nel bilancio; iii) la descrizione di eventuali cambiamenti metodologici intervenuti durante gli esercizi con relativa motivazione; iv) gli indicatori di prestazione utilizzati e conformi allo *standard* adottato, che siano coerenti con l'attività svolta e rappresentativi dei diversi ambiti (art. 3 co. 5)⁴⁸⁵.

A sostegno di tale flessibilità, la direttiva NFRD forniva un elenco non esaustivo⁴⁸⁶ degli *standards* utilizzabili, tra i quali figurano il Patto mondiale (*Global*

⁴⁸² STRAMPELLI, «L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto», 153.; J. GUILLOT - J. HALES, «Materiality: The Word that Launched a Thousand Debates», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 maggio 2021, <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/14/materiality-the-word-that-launched-a-thousand-debates/>.

⁴⁸³ Art. 1 co. 1, lett. f, D. lgs. n. 254/2016.

⁴⁸⁴ Per "metodologia autonoma di rendicontazione" si intende "l'insieme composito, costituito da uno o più *standard* di rendicontazione (...) e dagli ulteriori principi, criteri ed indicatori di prestazione, autonomamente individuati ed integrativi rispetto a quelli previsti dagli *standards* di rendicontazione adottati, che risulti funzionale ad adempiere agli obblighi di informativa non finanziaria". Art. 1 co. 1, lett. f D. lgs. n. 254/2016.

⁴⁸⁵ FORTUNATO, «L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile», 423.; C. DEL PRETE - D. RICCI, «Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità. D. Lgs. n. 254/2016: introduzione alla disciplina e problematiche applicative», *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 4 (2017): 513.

⁴⁸⁶ Considerando 9, direttiva 2014/95/UE.

Compact) delle Nazioni Unite⁴⁸⁷, la norma ISO 26000 dell'Organizzazione internazionale per la normazione⁴⁸⁸ e la *Global Reporting Initiative* (GRI).

Il riferimento del testo normativo ai numerosi *standards* internazionali conferma la frammentarietà del panorama esistente in materia. In questa sede si vogliono brevemente ricostruirne quelli principali.

I *Global Reporting Initiative standards* (GRI), elaborati dall'organizzazione non governativa GRI *Foundation*, si articolano nell'ultima versione del 2016 in criteri universali (GRI 101, 102 e 103) e settoriali (GRI 200, 300 e 400), relativi a temi ambientali, sociali o di *governance*. GRI 101 rappresenta, in particolare, il punto di partenza nella redazione del *report* di sostenibilità, articolandosi in Requisiti (indicazioni obbligatorie), Raccomandazioni (che forniscono una modalità di rendicontazione) e Linee Guida (esplicative di concetti)⁴⁸⁹. Secondo il GRI 101 le informazioni da fornire devono essere complete, accurate, chiare, comparabili e affidabili⁴⁹⁰.

Per quanto attiene ai principi, si evidenzia la differenza di significato della “materialità” rispetto a quella *supra* ricostruita. Ai sensi della Sezione 1, infatti, il *report* deve includere temi che riflettono gli impatti economici, ambientali e sociali significativi dell'organizzazione, o influenzano in modo sostanziale le valutazioni e le

⁴⁸⁷ Il *Global Compact* è un insieme di principi elaborati dall'ONU per promuovere lo sviluppo sostenibile. Riguardano i diritti umani, le condizioni di lavoro, la tutela dell'ambiente e la lotta alla corruzione. Le imprese che liberamente decidono di aderire a tali principi devono depositare annualmente presso l'ONU una *Communication on Progress* (CoP), rappresentativa delle attività intraprese e dei risultati raggiunti, che sarà poi resa pubblica. Per facilitare il lavoro delle imprese, l'ONU ha reso disponibile un modello di COP che lascia, comunque, discrezionalità alle stesse in fase di compilazione. UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT, «Questionnaire Guidebook - Communication on Progress», febbraio 2023, https://storage.pardot.com/591891/1677164626UVOSM5Bv/UNGC_CoP_GuideBook_Feb2023_.pdf; STABILE, «Gli standard di rendicontazione tra Dichiarazione Non Finanziaria e “informazioni sulla sostenibilità”», 11.

⁴⁸⁸ La Linea Guida UNI ISO 26000, pubblicata per la prima volta nel novembre 2010 da parte dell'ISO/TMBG (*Technical Management Board – groups*), fornisce indicazioni a tutti i tipi di organizzazioni su temi di responsabilità sociale, così da assisterle nello sviluppo sostenibile. Questo *standard* è stato rivisto e confermato da ultimo nel 2021. ISO, «ISO 26000:2010 - Guidance on social responsibility», <https://www.iso.org/standard/42546.html>.

⁴⁸⁹ GALEONE, *La rendicontazione non finanziaria e la misurazione dei fattori di sostenibilità: profili teorici e prospettive future*, 91 ss.

⁴⁹⁰ GLOBAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (GSSB), «GRI 101: Principi di rendicontazione 2016», 2018, <https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>; CISI - DEVALLE, *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*, 34.

decisioni degli *stakeholder*⁴⁹¹. Per i GRI *standards*, quindi, i temi materiali sono i temi che rappresentano gli impatti più significativi (positivi, negativi, attuali e potenziali) dell'organizzazione su economia, ambiente e persone. È una prospettiva c.d. “*inside-out*”, ossia focalizzata principalmente sugli impatti dell'impresa sulla comunità e sull'ambiente (si può parlare di “*impact materiality*”)⁴⁹².

È, quindi, una nozione di materialità che si avvicina all'ampia nozione di rilevanza (“doppia materialità”) di cui alle Linee guida della Commissione europea, con la differenza che questo secondo approccio si amplia ad una prospettiva c.d. “*outside-in*”. Vengono, difatti, in rilievo anche le questioni di sostenibilità che producono impatti sullo sviluppo e sul valore dell'impresa, traducendosi in rischi o opportunità di sostenibilità a seconda del risvolto positivo o negativo sui flussi di cassa futuri della società (c.d. “*financial materiality*”). In conclusione, la doppia materialità rappresenta la combinazione tra le due prospettive⁴⁹³.

Una nozione di materialità che si discosta da quella appena riportata è accolta, invece, dai principi SASB⁴⁹⁴, secondo cui un'informazione deve essere inclusa nel *report* di sostenibilità se “*omitting, misstating, or obscuring it could reasonably be expected to influence investment or lending decisions that users make on the basis of their assessments of short-, medium-, and long-term financial performance and enterprise value*”⁴⁹⁵. Il riferimento, pertanto, è esclusivamente alla *performance* di medio e lungo periodo nonché al valore dell'impresa. Destinatari principali dell'informazione di sostenibilità (al pari dell'informazione finanziaria) per i principi SASB sono soci ed investitori (i c.d. “*providers of capital*”⁴⁹⁶), a differenza degli *standard* GRI più orientati a soddisfare anche altre categorie di *stakeholders*⁴⁹⁷.

⁴⁹¹ *Ibid*, 10.

⁴⁹² L. SOLIMENE, «La direttiva CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e i nuovi *standard* EFRAG», *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 4 (2022): 598.

⁴⁹³ *Ibid*, 599.; Si veda art. 19 *bis*, par. 1, direttiva 2013/34/UE come modificata dalla direttiva CSRD.; CISI - DEVALLE, *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*, 26.

⁴⁹⁴ Il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) nasce come organizzazione senza scopo di lucro nel 2011. Nel giugno 2021 l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC) ad il SASB si sono fuse nella *Value Reporting Foundations*, così offrendo diverse risorse per aziende ed investitori, tra cui *Integrated Thinking Principles*, *Integrated Reporting Framework* e *SASB standards*. SASB STANDARDS, «The evolution of SASB Standards», About us, <https://sasb.org/about/>.

⁴⁹⁵ SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD (SASB), «Proposed Changes to Conceptual Framework and Rules of Procedure», 2020, 7, https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2021/07/PCP-package_vF.pdf.

⁴⁹⁶ *Ibid*.

⁴⁹⁷ STRAMPELLI, «L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto».

Nel novembre 2021, l'IFRS *Foundation* ha annunciato la volontà di istituire l'*International Sustainability Standards Board* (ISSB) per sviluppare un set globale di *standard* di informativa sulla sostenibilità. A partire da agosto 2022, anche la *Value Reporting Foundation*, sede degli *standard* SASB, è entrata a far parte dell'IFRS *Foundation*. Per cui, gli *standard* SASB sono, ad oggi, sotto la supervisione dell'ISSB, che ne ha promosso l'utilizzo fra gli investitori, fino all'avvenuta pubblicazione della versione definitiva degli IFRS *Sustainability Disclosure Standards* nel giugno 2023. Tale versione include IFRS S1 sui requisiti generali per l'informativa finanziaria di sostenibilità e IFRS S2 sull'informativa sul clima⁴⁹⁸.

In quanto strumento internazionale, gli IFRS hanno natura non prescrittiva, ma lasciano discrezionalità ai legislatori nazionali di valutarne eventualmente l'obbligatorietà⁴⁹⁹. I nuovi *standards* si applicheranno a partire dal 1° gennaio 2024 ed andranno a sostituirsi alle preesistenti raccomandazioni della *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), che dal 2017 consentivano a società e operatori dei mercati finanziari di comunicare la propria strategia di gestione dei rischi climatici. Anche gli IFRS, come già le raccomandazioni TCFD, prevedono la rendicontazione su quattro temi fondamentali: *governance*, strategia, gestione del rischio, metriche e obiettivi.

È interessante, poi, notare l'enfasi che entrambi gli *standards* pongono sull'influenza dei rischi ed opportunità legati alla sostenibilità su *governance* e strategia aziendale, anche con riferimento alla necessità di pubblicare i “piani di transizione” verso il raggiungimento dell'obiettivo della neutralità delle emissioni.

Innovativa è anche l'attenzione posta sull'impatto che le questioni di sostenibilità hanno sulla catena di valore, dovendo le imprese pubblicare anche informazioni sulle emissioni indirette (“*scope 3*”), che, nel caso delle banche, coprono le emissioni derivate da attività di finanziamento o di investimento.

Infine, la nozione di materialità accolta dallo *standard* IFRS S1 richiama quella di “materialità singola”, dovendosi la società concentrare su ciò che potrebbe

⁴⁹⁸ CISI - DEVALLE, Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance), 37.

⁴⁹⁹ Tra gli stati che hanno dichiarato l'intenzione di aderire, Australia, Brasile, Nigeria e Regno Unito. L'Unione europea, invece, intende garantire un elevato livello di coordinamento con i principi ISSB nonostante abbia avviato iniziative parallele, di cui *infra*. F. AGOSTINI, «La pubblicazione degli standard ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità», *Quaderni Assosim*, fasc. 1 (2023): 22.

direttamente influenzare il comportamento degli investitori in considerazione del potenziale impatto sui flussi di cassa, sull'accesso al finanziamento o sul costo del capitale nel breve, medio e lungo periodo (semplice "rilevanza finanziaria")⁵⁰⁰.

Da quanto appena ricordato, emerge chiaramente la frammentarietà del quadro esistente in tema di metodologie di rendicontazione. Proprio tale situazione, ha indotto la Commissione europea a rinvenirne la soluzione nell'elaborazione di nuovi *standards* europei, obbligatori per le imprese soggette alla nuova CSRD, superando di fatto il riferimento al *comply or explain*⁵⁰¹.

Il compito di elaborare in concreto metodologie di rendicontazione è stato affidato nel giugno 2020, al *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), che ha istituito al suo interno la *Project Task Force – Non- Financial Reporting Standards* (PTF-NFRS), incaricata di vagliare la possibilità di elaborare *standard* comunitari in vista di una revisione della direttiva NFRD. Avendo concluso i suoi lavori, la PTF-NFRS ha pubblicato l'8 marzo 2021 del "Rapporto sullo sviluppo degli *standard* comuni europei per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie" e della *roadmap* per raggiungere questo obiettivo⁵⁰².

Una vera e propria bozza, invece, di una prima serie di dodici *standards* è stata sottoposta alla Commissione a novembre 2022⁵⁰³, anche considerando l'approvazione della direttiva CSRD nel frattempo soggiunta.

Ai sensi del nuovo art. 29 *ter* della direttiva 2013/34/UE, infatti, la Commissione deve adottare atti delegati, conformemente all'art. 49, che integrano la direttiva per stabilire principi di rendicontazione di sostenibilità⁵⁰⁴. Tali principi specificano le

⁵⁰⁰ AGOSTINI, «La pubblicazione degli standard ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità», 24.

⁵⁰¹ Nel considerando 32 della proposta di direttiva di modifica della NFRD venivano evidenziati i limiti della libertà di adozione di *standard* diversi da quelli raccomandati nella direttiva NFRD: questa "libertà" aveva, infatti, portato ad una difficile comparabilità delle informazioni e ad una non agevole fruibilità delle stesse.; ASSONIME, «La sfida della sostenibilità per le PMI quotate su Euronext Growth Milan. Evoluzione del quadro normativo e nuove opportunità.», 20.

⁵⁰² EUROPEAN REPORTING LAB, «Proposals for a relevant and dyanamic EU sustainability reporting standard-setting».

⁵⁰³ La bozza è accompagnata da una *cover letter*, da una *due process note* e da una *explanatory note*. EFRAG, «About the draft ESRS - submitted to European Commission on 22 November 2022», First Set of draft ESRS (including the delegated act (by standard)), <https://www.efrag.org/lab6>.

⁵⁰⁴ A tal fine, sono previste due diverse scadenze a seconda della tipologia di informazioni da fornire. Entro il 30 giugno 2023, la Commissione deve specificare, all'interno di atti delegati, le informazioni da comunicare secondo l'art. 19 *bis*, par. 1 e 2 e l'art. 29 *bis*, par. 1 e 2. Entro il 30 giugno

informazioni da fornire ai sensi degli articoli 19 *bis* e 29 *bis* e, se dal caso, specificano la struttura da utilizzare per presentare tali informazioni⁵⁰⁵.

In esecuzione dei *target* stabiliti, la Commissione europea ha adottato l'atto delegato contenente il primo *set* di *European Reporting Standards* (ESRS) e completato dall'Allegato I, sui principi trasversali e sui principi in materia ambientale, sociale e di *governance*, e l'Allegato II, sull'elenco degli acronimi e sul glossario delle definizioni⁵⁰⁶.

Gli ESRS sviluppati dall'EFRAG si articolano nella c.d. *Rule of Three*, ovvero tre livelli, tre tematiche e tre aree di rendicontazione⁵⁰⁷.

Per quanto attiene ai livelli di *reporting*, questi sono *Sector Agnostic*, *Sector Specific* ed *Entity Specific*.

I primi fanno riferimento ad una rendicontazione unica per tutti i settori, a garanzia della comparabilità tra le imprese. In questo livello si rinvencono sia i *Cross Cutting Standards* che i *Topical Standards*. I *Cross Cutting Standards* indicano i principi guida generali e trasversali propri della rendicontazione di sostenibilità. Attualmente, si rinvencono due *Cross Cutting Standards*, ESRS 1 (*General requirements*) e ESRS 2 (*General disclosures*). I *Topical Standards*, invece, attengono ai requisiti di informativa relativi agli impatti sulle tematiche sociali, ambientali e di *governance*, sui rischi ed opportunità, politiche, obiettivi, azioni e metriche⁵⁰⁸. Le appendici prevedono cinque *standards* per l'ambiente che coincidono con gli

2024, invece, le informazioni relative allo specifico settore ("*Sector Specific Standards*") ed i principi di rendicontazione per le piccole e medie imprese.

⁵⁰⁵ Secondo il testo normativo, i principi di rendicontazione di sostenibilità specificano le informazioni prospettive, retrospettive, qualitative e quantitative, anche relative alle catene del valore. Art. 1, co. 8, direttiva (UE) 2022/2464.; Cfr. B. WAAS, «Some thoughts on the new EU-Directive on Corporate Sustainability Reporting», *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 73, fasc. 2–3 (2023): 461, <https://doi.org/10.3935/zpfz.73.23.11>.

⁵⁰⁶ COMMISSIONE EUROPEA, «Regolamento delegato (UE) .../... della Commissione del 31.7.2023 che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità», C (2023) 5303 final, 31 luglio 2023, Bruxelles, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13765-Principi-europei-di-informativa-sulla-sostenibilita-prima-serie_it.

⁵⁰⁷ SOLIMENE, «La direttiva CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e i nuovi *standard* EFRAG», 600.

⁵⁰⁸ *Ibid.*

obiettivi ambientali della Tassonomia Verde (E1, E2, E3, E4 ed E5)⁵⁰⁹, quattro per il fattore *Social* (S1, S2, S3 e S4)⁵¹⁰ e due per la *Governance* (G1 e G2)⁵¹¹.

Gli *standards Sector Specific*, poi, fanno riferimento appunto a specifici settori, per completare gli obiettivi informativi degli *standards Sector Agnostic* in relazione ai rischi, impatti e opportunità ESG propri dei diversi settori⁵¹² di appartenenza. In particolare, l'EFRAG ha avviato nel settembre 2022 i lavori per la prima serie di *Exposure Draft*, comprendente quattro *standards* di settore (estrazione di minerali e di carbone; olio e gas; trasporti stradali; agricoltura, allevamento e pesca)⁵¹³. Tuttavia, nel marzo 2023 la Commissione ha richiesto all'ente di dare priorità allo sviluppo degli *standards Sector Agnostic*, costringendolo quindi a rivedere e ad aggiustare il proprio programma di lavoro⁵¹⁴.

Ciascuno *standard* è strutturato in *Disclosure Requirements* (DR), cioè specifici requisiti informativi relativi a tre aree di *reporting*: strategia, implementazione e misurazione della *performance*. Nella prima area si colloca la descrizione della strategia e del modello di *business* messi in atto per la gestione delle tematiche di sostenibilità, del processo di valutazione della materialità e della *governance*. Nell'implementazione, invece, si richiede un'illustrazione delle modalità di attuazione della suddetta strategia attraverso obiettivi, politiche, attività e risorse dedicate. In ultimo, i requisiti di misurazione della *performance* prevedono una descrizione delle modalità con cui l'impresa verifica il raggiungimento degli obiettivi e dei risultati, nonché delle prospettive future⁵¹⁵.

⁵⁰⁹ G. GENUARDI, «*European Sustainability Reporting Standards - ESRS Gli Standard Ambientali (E1, E2, E3, E4 ed E5)*», Forum Assonime Report di Sostenibilità, 10 marzo 2023, https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

⁵¹⁰ Per un approfondimento sugli ESRS S1 (Personale proprio), ESRS S2 (Lavoratori della catena del valore), ESRS S3 (Comunità interessate) e ESRS S4 (Consumatori e utenti finali), P. BARZAGHI, «*European Sustainability Reporting Standards - Gli Standard Sociali (S1, S2, S3 e S4)*», Forum Assonime Report di Sostenibilità, 10 marzo 2023, https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

⁵¹¹ Per un approfondimento su ESRS G1 (Condotta aziendale), F. ROSSI, «*ESRS G1 Condotta aziendale (Business conduct)*», Forum Assonime Report di Sostenibilità, 10 marzo 2023, https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

⁵¹² La classificazione dei settori si basa sulla classificazione europea delle attività economiche (NACE) e su quella della Tassonomia Verde UE. Cfr. Cap. 1 §6.2.1.

⁵¹³ EFRAG, «*EFRAG Sector Specific ESRS*», EFRAG, <https://www.efrag.org/lab5>.

⁵¹⁴ Una bozza era prevista per ottobre 2023, con successiva pubblicazione entro giugno 2024. SOLIMENE, «*La direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG*», 601.; CISI - DEVALLE, *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*, 36.

⁵¹⁵ SOLIMENE, 602.

Volendo analizzare nel dettaglio l'ESRS 1, si noterà che questo stabilisce criteri generali per la rendicontazione ESG: i) la qualità delle informazioni; ii) l'orizzonte temporale di riferimento (annuale); iii) il principio di materialità.

In merito al primo principio, lo *standard* in esame richiede che l'informativa debba essere fedele alla realtà cui afferisce, così che il *report* sia completo, neutrale e accurato⁵¹⁶. Questo, poi, deve essere comparabile sia ai *report* precedenti dell'impresa stessa, che a quelli dei *competitors*. Deve contenere informazioni verificabili, riportate in modo comprensibile e chiaro⁵¹⁷.

In base al principio di materialità⁵¹⁸, tutti gli obblighi informativi di cui agli *standards Sector Agnostic* e *Sector Specific* devono essere rispettati, in quanto gli elementi considerati sono rilevanti “fino a prova contraria”. Le società, infatti, devono dimostrare la non rilevanza di un requisito informativo in relazione alle proprie circostanze specifiche e all'esito dell'analisi di materialità. Si parla della c.d. “*rebuttable presumption*” (cioè, presunzione confutabile di materialità), secondo cui è possibile l'esclusione di un argomento settoriale se vi è una giustificazione comprensibile⁵¹⁹.

Nel quadro così delineato, una sfida importante per la Commissione è rappresentata dalla capacità di coordinamento di questi *standards* “regionali” con quelli globalmente diffusi e *supra* elencati⁵²⁰. Per tali ragioni, nella *Cover letter* pubblicata dall'EFRAG nel novembre 2022, l'ente promette di risolvere i dilemmi relativi all'applicazione congiunta di *standards* diversi per mezzo di un significativo aumento del coordinamento con gli *standards* ISSB (e quindi IFRS). Si nota, infatti, che le bozze di *standards* ESRS seguono la stessa struttura degli ISSB (*Governance – Strategy – Risk Management – Metrics and Targets*), proprio per poter garantire un'efficiente interazione tra le informazioni generali ed i singoli argomenti che gli ESRS devono coprire secondo la direttiva CSRD. L'intenzione è infatti di rendere le

⁵¹⁶ EFRAG, «Draft European Sustainability Reporting Standards - ESRS 1 General Requirements», novembre 2022, app. C.

⁵¹⁷ *Ibid.*

⁵¹⁸ *Ibid.*, 11 ss.

⁵¹⁹ SOLIMENE, «La direttiva CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e i nuovi *standard* EFRAG», 601.; ASSONIME, «ASSONIME General Comments on EFRAG Consultation on Sustainability Standards», Consultazioni, 2022, 4.

⁵²⁰ Quello di coordinamento era definito nel dibattito antecedente la pubblicazione degli *standard* europei un problema di “interoperabilità”. AGOSTINI, «La pubblicazione degli *standard* ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità», 23.

imprese che adottano gli ESRS sostanzialmente rispettose anche degli ISSB, evitando così una duplicazione non necessaria dei *report*⁵²¹. Allo stesso modo, le bozze di ESRS si preoccupano di incorporare il più possibile il contenuto dei concetti chiave degli *standards* GRI, con cui gli ESRS condividono parzialmente il principio della doppia materialità⁵²².

Dal punto di vista delle imprese, l'applicazione degli *standards* richiede, innanzitutto, l'individuazione di lacune esistenti nella raccolta dei dati, in considerazione del più elevato livello di *disclosure* richiesto dagli atti delegati; d'altra parte, queste necessitano di un adeguato presidio del processo di rendicontazione da parte dei vertici aziendali, anche alla luce degli impatti della nuova CSRD sul governo societario⁵²³, di cui si dirà a breve.

Gli ESRS, inoltre, rappresentano un passaggio importante per assicurare maggiore qualità, comparabilità e certezza alle informazioni di sostenibilità prodotte dagli emittenti, abbattendo anche i costi di *compliance* per gli stessi⁵²⁴.

A seconda, poi, dei criteri di rendicontazione prescelti e della presenza o meno di un modello di *report* di sostenibilità, le imprese presentano diversamente le informazioni, potendo incidere sull'elaborazione di un giudizio sulle stesse. È il c.d. *rating* ESG, che, appunto, esprime “un giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente [nds, di un'impresa], di un titolo o di un fondo dal punto di vista delle *performance* ambientali, sociali e di *governance*”⁵²⁵. Tra i vari benefici che un buon *rating* ESG può avere su una società, vi è il miglioramento nella percezione della propria immagine tra gli *stakeholders*, che, quindi, in quanto investitori la

⁵²¹ EFRAG, «Draft European Sustainability Reporting Standards - Cover letter», novembre 2022, 2.; C. DEL PRETE, «First set of draft ESRS - General presentation», Forum Assonime *Report* di Sostenibilità, 11, https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

⁵²² DEL PRETE, 12.

⁵²³ SOLIMENE, «La direttiva CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e i nuovi *standard* EFRAG», 602.

⁵²⁴ GENOVESE, «L'armonizzazione del *reporting* di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD», 108 ss.

⁵²⁵ C. MIO, *L'azienda sostenibile* (Editori Laterza, 2021), 112 ss.; G. ALPA, «Responsabilità degli amministratori di società e principio di “sostenibilità”», *Contratto e impresa*, fasc. 3 (2021): 721.

privilegeranno nella scelta dell'allocazione delle proprie risorse⁵²⁶, in tal modo incoraggiando le imprese *competitor* a comportarsi ugualmente⁵²⁷.

In definitiva, si può ritenere che l'elaborazione di uno *standard* regionale abbia elevato l'UE a *leader* nella definizione di *standards* globali.

4. La collocazione del *report* di sostenibilità e il regime pubblicitario.

Un'ulteriore novità introdotta dalla direttiva CSRD riguarda la modalità di rappresentazione del *report* e la sua collocazione nell'ambito del fascicolo di bilancio.

La direttiva 2014/95/UE prevedeva la possibilità per le imprese di includere la dichiarazione non finanziaria nella relazione sulla gestione (art. 19 *bis*, par.1, direttiva 2013/34/UE, così modificato) oppure di redigere una relazione distinta, basata su *standards* nazionali, unionali o internazionali e contenente le informazioni di cui al par. 1, purché sia pubblicata unitamente alla relazione sulla gestione oppure sia messa a disposizione del pubblico, entro un termine non superiore a sei mesi successivi alla data del bilancio, nel sito *web* dell'impresa e ne sia fatta menzione nella relazione sulla gestione (art. 19 *bis*, par. 4, direttiva 2013/43/UE, così modificato).

Dunque, come la direttiva NFRD, anche il D.lgs. n. 254/2016 di recepimento riconosce un'ampia flessibilità sulle forme documentali che possono contenere le dichiarazioni non finanziarie, sia individuali sia consolidate.

La prima modalità, appunto, è la possibilità di inserire la dichiarazione nella relazione di gestione⁵²⁸, andando a costituire un'apposita sezione della relazione di gestione rubricata "dichiarazione non finanziaria" (art. 5, co.1, lett. a), D.lgs. n.

⁵²⁶ In quanto il *rating* ESG dovrebbe essere anche strumento di selezione delle imprese che hanno meglio identificato e valutato i rischi di sostenibilità.

⁵²⁷ STABILE, «Gli standard di rendicontazione tra Dichiarazione Non Finanziaria e "informazioni sulla sostenibilità"», 21.

⁵²⁸ Secondo gli attuali art. 2428 c.c., per il bilancio d'esercizio, e art. 40 del D.lgs. n. 127/1991, per il bilancio consolidato degli intermediari IFRS, la relazione sulla gestione sarebbe già destinata a contenere informazioni di natura finanziaria. Per garantire un coordinamento con il D.lgs. 254/2016 e per evitare duplicazioni delle medesime informazioni, si prevede che, quando la dichiarazione non finanziaria è contenuta nella relazione sulla gestione, gli obblighi di cui all'art. 2428 c.c. e all'art. 40 del D.lgs. n. 127/1991 si considerano assolti (art. 3 co.9 e art. 5, co.1). Tale previsione potrebbe far, erroneamente, ritenere che, nel caso in cui la dichiarazione non finanziaria sia distinta dalla relazione sulla gestione, questa debba ugualmente contenere le informazioni non finanziaria di cui alla disciplina generale. La *ratio* di semplificazione impone di ritenere gli obblighi comunque assolti. Si veda *supra* §1; ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 34 ss.

254/2016). Questa deve contenere tutte le informazioni prevista dal testo di legge, oppure può rimandare alle sezioni della relazione di gestione o alle altre relazioni previste da norma di legge⁵²⁹ comprendenti le informazioni obbligatorie, “indicando altresì la sezione del sito internet dell’ente di interesse pubblico dove queste sono pubblicate” (art. 5, co.2).

Una seconda modalità contempla la possibilità di redigere una relazione distinta da quella di gestione, contrassegnata dalla dicitura “dichiarazione di carattere non finanziario”. Ciò implica che il documento deve essere chiaramente identificabile come contenente le informazioni non finanziarie, potendo essere liberamente denominato a condizione di riportare la dicitura “dichiarazione non finanziaria redatta ai sensi del D.lgs. n. 254/2016” (art. 5, co.1, lett. b))⁵³⁰.

Le ragioni della scelta di tale flessibilità risiedono nella volontà di tener conto e rispettare le prassi affermatesi tra le società che fornivano informazioni non finanziarie in via volontaria. Alcune imprese, infatti, hanno adottato forme di reportistica integrata di dati contabili e non finanziari (è questo il modello del c.d. *Report Integrato* previsto dal *Framework* internazionale di rendicontazione dell’*International Reporting Council* (IIRC)⁵³¹) e la direttiva sembrava accoglierla come prima scelta, dal momento

⁵²⁹ È necessario che nel novero di tali relazioni esterne rientrino tutte le forme di documentazione espressamente previste da norma di legge o da regolamenti nazionali o unionali. È il caso, ad esempio, della relazione sul governo societario quando si presenta separata dalla relazione sulla gestione. Questa tecnica di rinvio (c.d. “*incorporation by reference*”) consente di ordinare le informazioni sulla base di criteri anche diversi da quelli della semplice elencazione in un unico segmento della relazione di gestione. La Consob ne ha riconosciuto gli aspetti positivi e ne ha rilevato la compatibilità con il D. lgs. n. 254/2016 nella misura in cui sia realizzato l’obiettivo dell’economicità e della fruibilità dell’informazione. ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 33.; ASSONIME, «Il Regolamento Consob in materia di informazioni non finanziarie: chiarimenti e questioni aperte», 12.

⁵³⁰ FORTUNATO, «L’informazione non-finanziaria nell’impresa socialmente responsabile», 424.

⁵³¹ L’IIRC fornisce la seguente definizione di *Integrated Reporting* (IR): “*Integrated reporting brings together material information about an organization’s strategy, governance, performance and prospects in a way that reflects the commercial, social and environmental context within which it operates. It provides a clear and concise representation of how an organization demonstrates stewardship and how it creates and sustains value. An Integrated Report should be an organization’s primary reporting vehicle*”. INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC), «Towards Integrated Reporting - Communicating Value in the 21st Century», Discussion Paper, 2011, 2, https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf.

Le aziende, quindi, dovrebbero inserire in un unico documento (c.d. anche “*One Report*”) le informazioni finanziarie, nonché la descrizione delle proprie *performance* ambientali e sociali, così favorendo un’informativa comprensiva dell’intero processo di creazione di valore, delle relative

che il bilancio integrato favorisce una simultanea considerazione delle tematiche oggetto di informativa nella pianificazione strategica e nella gestione generale delle imprese destinatarie della disciplina⁵³².

Per quanto attiene al regime pubblicitario della dichiarazione non finanziaria che costituisca relazione distinta da quella sulla gestione, il decreto legislativo prevede una soluzione più rigida rispetto alla direttiva: dovendo essere redatta dall'organo di amministrazione, messa a disposizione dell'organo di controllo interno e del revisore legale, nei tempi previsti per il bilancio d'esercizio, e poi pubblicata, a cura degli amministratori, nel registro delle imprese e presso la sede sociale insieme alla relazione sulla gestione (art. 5, co.1, lett. b) e co.3, lett b)). Gli emittenti quotati devono, in aggiunta, pubblicare la dichiarazione non finanziaria insieme alla relazione finanziaria annuale *ex art. 154-ter* TUF, secondo le modalità di diffusione delle informazioni regolamentate previste dal regolamento emittenti⁵³³. Gli emittenti strumenti finanziari diffusi invece, congiuntamente al deposito della relazione distinta presso il registro delle imprese, devono pubblicarla sul proprio sito *web* (art. 110 reg. emittenti)⁵³⁴. Tuttavia, il regolamento Consob sulla comunicazione di informazioni non finanziarie ha previsto l'obbligo anche per gli enti non quotati nè diffusi di pubblicazione sul sito internet, dovendo restare disponibile per almeno cinque anni⁵³⁵.

Le novità introdotte dalla nuova direttiva CSRD riguardano, come si è detto, sia la collocazione, sia la rappresentazione del *report* di sostenibilità.

In relazione al primo punto, è previsto che il *report* sia obbligatoriamente contenuto nella relazione sulla gestione (art. 1, par. 3 della direttiva (UE) 2022/2462, quindi il nuovo art. 19-*bis* della direttiva *Accounting*). In tal modo, la CSRD,

prospettive future e dei possibili rischi. L'implementazione di tale tipologia di *report* trae origine da due ordini di esigenze: da una parte, infatti, vi sono gli investitori interessati a ricevere informazioni significative e complete dalle imprese per poter formulare giudizi corretti sul valore aziendale; dall'altra, invece, si rinviene la necessità per l'amministrazione della società di soddisfare le aspettative degli altri *stakeholders*, sempre più partecipi degli sviluppi in tema di sostenibilità. Per ulteriori approfondimenti sul contenuto, sulle regole di materialità, sui punti di forza e criticità dell'*Integrated Reporting*, TETTAMANZI - MINUTIELLO, *ESG: Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting*, 151 ss.

⁵³² BRUNO, «Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori», 1002.

⁵³³ Il riferimento è, in particolare, agli artt. 65-*bis* co. 2, 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* del Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999).

⁵³⁴ LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 174.

⁵³⁵ COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB), «Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», art. 2, co.2.

eliminando la possibilità per gli Stati membri di lasciare la libertà alle società di scegliere tra le tre diverse modalità di cui *supra*, intende favorire l'integrazione e l'accessibilità delle informazioni. Peraltro, viene giuridicamente formalizzata la parità di livello del rapporto di sostenibilità e della relazione sulla gestione, anche per quanto riguarda gli effetti di vizi degli atti, confermando l'orientamento della Commissione verso l'integrazione dei rischi di sostenibilità nelle informazioni finanziarie, secondo il modello del *reporting* finanziario integrato. La scelta, poi, dovrebbe garantire che la pubblicazione delle informazioni di sostenibilità non avvenga in tempistiche diverse da quelle delle informazioni finanziarie ed è volta a conformare il controllo sull'informativa da parte delle autorità nazionali competenti (considerando 57 della direttiva (UE) 2022/2464)⁵³⁶.

La direttiva inoltre introduce l'obbligo per le società quotate in mercati regolamentati di comunicare sempre le proprie politiche in materia di diversità di genere e la loro attuazione nell'ambito della relazione sul governo societario (art. 20, par.1, lett. a) della direttiva *Accounting* così sostituito).

In relazione, invece, alla rappresentazione del *report*, la direttiva impone che le informazioni del documento siano etichettate digitalmente e pubblicate secondo una tassonomia digitale (art. 1, par. 4). Le imprese, infatti, dovranno redigere la relazione sulla gestione nel formato elettronico di comunicazione di cui all'articolo 3 del regolamento delegato (UE) 2019/815 della Commissione (regolamento ESEF)⁵³⁷ e marcare la rendicontazione di sostenibilità, comprese le informazioni di cui all'articolo 8 del regolamento Tassonomia⁵³⁸, secondo il formato elettronico di comunicazione indicato nel già menzionato regolamento delegato (art. 29-*quinquies* della direttiva

⁵³⁶ DI SARLI, «Una proposta di direttiva della Commissione UE in materia di *Corporate Sustainability Reporting*», 1566.; GENOVESE, «L'armonizzazione del *reporting* di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD», 99.

Secondo la Commissione, infatti, "...la possibilità di pubblicare una relazione distinta ostacola tuttavia la disponibilità di informazioni che colleghino le informazioni di carattere finanziario a quelle relative alle questioni di sostenibilità. Essa ostacola inoltre la reperibilità e l'accessibilità delle informazioni da parte degli utenti, soprattutto gli investitori, che sono interessati a ricevere informazioni non solo di carattere finanziario ma anche in materia di sostenibilità ...". Considerando 50 della direttiva (UE) 2022/2464.

⁵³⁷ Regolamento delegato (UE) 2019/815 della Commissione, del 17 dicembre 2018, che integra la direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alla specificazione del formato elettronico unico di comunicazione, GU L 143 del 29 maggio 2019, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELLAR:99bbe0cd-57c2-11ea-8b81-01aa75ed71a1>.

⁵³⁸ Cfr. Cap. 1, §6.2.2.

Accounting così modificato). Non risultano, invece, mutati i termini di pubblicazione della relazione, essendo gli stessi del bilancio di esercizio (art. 30, par.1 della direttiva *Accounting*).

Pertanto, obbligando le imprese dell'Unione a mettere gratuitamente a disposizione del pubblico sui loro siti web le relazioni sulla gestione, gli *stakeholders* potranno utilizzare le informazioni in modo più efficiente, consentendo un facile confronto dei dati ed una notevole riduzione dei costi a carico degli utenti⁵³⁹.

5. L'incidenza sulla *corporate governance*.

La qualità della rendicontazione di sostenibilità e la sua coerenza con le effettive attività dell'impresa dipendono fortemente da una buona *corporate governance*⁵⁴⁰. Per garantire che la reazione di un'impresa alle pressioni generate dalla legislazione in materia di rendicontazione di sostenibilità non sia un semplice “*window dressing*” oppure un esercizio di “*tick-the-box*”, il procedimento di formazione del *report* di sostenibilità deve essere dettagliatamente articolato nella distribuzione dei compiti, poteri e doveri degli organi aziendali⁵⁴¹. La correttezza dell'impostazione e dell'implementazione del processo di formazione del *report* rappresenta, inoltre, il presupposto per non incorrere in azioni di responsabilità, potendo le funzioni societarie dimostrare di aver assunto le decisioni in maniera accurata, informata e orientata al contenimento dei rischi⁵⁴².

Circa l'ambito della responsabilità, il D.lgs. n. 254/2016 prevedeva la responsabilità del consiglio di amministrazione di garantire che la DNF venisse redatta in conformità alla normativa esistente. L'organo di controllo, dal canto suo, era responsabile di riferire in un'apposita relazione annuale della vigilanza sull'osservanza

⁵³⁹ Considerando 55, direttiva (UE) 2022/2464.

⁵⁴⁰ “*Corporate Governance defines principles, rules and regulations affection the way a company is directed, administered or controlled by managers in the interests of investors*”. S. AURELI ET AL., «Nonfinancial Reporting Regulation and Challenges in Sustainability Disclosure and Corporate Governance Practices», *Business Strategy and the Environment* 29, fasc. 6 (2020): 2, <https://doi.org/10.1002/bse.2509>; L. PAAPE - J. SCHEFFE - P. SNOEP, «The Relationship Between the Internal Audit Function and Corporate Governance in the EU – a Survey», *International Journal of Auditing* 7, fasc. 3 (2003): 247–62.

⁵⁴¹ S. AURELI ET AL., 1.

⁵⁴² R. GUGLIELMETTI, «La dichiarazione sulle informazioni non finanziarie: ruoli e responsabilità degli organi aziendali», *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 1 (2018): 69.

del Decreto. La nuova direttiva CSRD, invece, intende parificare la responsabilità prevista per gli organi di amministrazione, direzione e controllo per la rendicontazione di sostenibilità a quella prevista per la relazione sulla gestione e l'informativa finanziaria.

La CSRD, poi, richiede alle imprese un'informativa più dettagliata relativamente alla *corporate governance*. Si ricorda che una delle tre aree dei nuovi *standards* ESRS è proprio la *governance* (ESRS G1 e ESRS G2). Maggiore è l'attenzione all'informativa sul ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo nella gestione della sostenibilità, sulla composizione degli organi in relazione alla diversità di genere, età ed altri fattori, sulle pratiche di etica aziendale e sui sistemi di controllo e gestione dei rischi. Sostanzialmente, ciò che l'applicazione della CSRD implicherà progressivamente per le aziende sarà una ristrutturazione dell'organizzazione societaria funzionale a presidiare sul rispetto della normativa di sostenibilità, cioè strutture di *governance* meglio preparate sui temi ESG⁵⁴³.

Mentre su questi aspetti ci si soffermerà nei successivi paragrafi, è bene ricostruire in questa sede il procedimento di formazione del documento di sostenibilità, in considerazione della collocazione obbligatoria dello stesso nella relazione sulla gestione e del nuovo regime pubblicitario⁵⁴⁴.

Le conseguenze pratiche di tale scelta normativa comportano che il procedimento di formazione e pubblicità seguirà l'*iter* proprio del documento in cui la rendicontazione di sostenibilità è inserita, cioè la relazione sulla gestione.

Ai sensi dell'art. 2428 c.c., la relazione sulla gestione costituisce un allegato obbligatorio del bilancio e ne segue il procedimento, che si articola nelle fasi della redazione; del controllo da parte degli organi interni ed esterni; del passaggio in assemblea per semplici fini informativi, senza votazione vincolante sul documento, in quanto semplice allegato del progetto di bilancio. Nel caso in cui, invece, la società sia

⁵⁴³ SOLIMENE, «La direttiva CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e i nuovi *standard* EFRAG», 602 ss.

⁵⁴⁴ Chiaramente il D.lgs. n. 254/2016 si preoccupava all'art. 5, co. 1, lett. b) e co.3, lett. b) di chiarire i passaggi nel caso in cui la dichiarazione non finanziaria fosse contenuta in una relazione distinta. Si prevedeva, quindi, che la relazione distinta venisse prima approvata dall'organo amministrativo, in quanto atto di esclusiva competenza dello stesso. Doveva poi essere messa a disposizione dell'organo di controllo e del revisore (incaricato di verificare la conformità della dichiarazione alle regole di riferimento) entro i termini previsti per il progetto di bilancio. La relazione distinta veniva, infine, pubblicata sul registro delle imprese insieme alla relazione sulla gestione a cura degli amministratori.

un emittente quotato avente l'Italia come Stato membro di origine andrà seguito il procedimento previsto dall'art. 154-ter del TUF sulle relazioni finanziarie.

Le figure societarie coinvolte sono, quindi, numerose e nei successivi paragrafi si procederà ad analizzarne i compiti e le responsabilità.

5.1. Il ruolo e la responsabilità degli organi sociali.

5.1.1. L'organo amministrativo.

Sulla base di quanto si è avuto modo di evidenziare, è chiara la centralità dell'organo amministrativo, a partire dalle fasi prodromiche alla redazione della relazione di sostenibilità, fino ad arrivare alla pubblicazione della stessa.

Si è accennato, infatti, che la redazione, approvazione e predisposizione in formato ESEF del documento è un atto rientrante nell'esclusiva competenza degli amministratori, che ne assumono la paternità e ne rispondono in termini di responsabilità. Peraltro, la redazione del *report* è atto, non solo di esclusiva attribuzione del consiglio di amministrazione, ma anche non delegabile ad un singolo amministratore o ad un comitato interno al consiglio stesso⁵⁴⁵. Sulle ragioni del divieto di delega e della natura tassativa dell'elenco di cui all'art. 2381, co. 4 c.c., poi, la dottrina si divide. Quella tradizionale ritiene che si fondi sulla considerazione che, essendo il bilancio un atto di rendiconto della gestione complessiva della società che impatta sugli interessi di soci, creditori ed altri terzi, risulta necessaria l'assunzione collegiale obbligatoria di responsabilità⁵⁴⁶. Un'altra parte della dottrina, invece, si focalizza sugli aspetti gestori del bilancio, che, in quanto atto risultante da un determinato programma imprenditoriale, giustifica il concorso di tutti gli amministratori alla determinazione delle linee guida dell'impresa⁵⁴⁷. Le stesse motivazioni sono, ovviamente, applicabili anche alla relazione sulla sostenibilità. Difatti, anche in questo caso, si rinviene un obbligo di rendicontazione sulle politiche

⁵⁴⁵ La dottrina fa rientrare nelle attribuzioni del consiglio di amministrazione non delegabili (art. 2381, co.4 c.c.) non solo la redazione del bilancio in senso stretto, ma anche la redazione della relazione sulla gestione (art. 2423 c.c.). G. E. COLOMBO, «Il bilancio d'esercizio», in *Trattato di diritto privato - Diretto da Pietro Rescigno*, vol. XVI (Utet Giuridica, 2013), 585.

⁵⁴⁶ A. BORGIOI, *L'amministrazione delegata* (Nardini, 1982), 160.

⁵⁴⁷ F. BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni* (Giappichelli, 2008), 118.

aziendali e sugli impatti dell'attività d'impresa, che presuppone la definizione di linee strategiche di politiche aziendali, seppur in un'ottica appunto di sostenibilità, al fine di creare valore per l'impresa stessa⁵⁴⁸.

L'obbligo di rendicontazione previsto in capo alla società riporta al tema fondamentale dei compiti propri dell'organo amministrativo, tra i quali si rinviene quello di predisporre una struttura organizzativa adatta a trasformare gli eventi gestionali e operativi in dati informativi correlati alle caratteristiche aziendali e agli impatti quantitativi dell'attività d'impresa. Fondamentalmente, si tratta, quindi, di delineare un processo di raccolta e verifica dei dati che, partendo dall'identificazione dei rischi rilevanti, sia in grado di rilevare le informazioni da includere nel bilancio di esercizio.

Queste previsioni comportano, nell'ambito della relazione di sostenibilità, un'integrazione dei tradizionali requisiti di diligenza e professionalità propri dell'organo amministrativo.

L'art. 3, co. 7 del D.lgs. n. 256/2016, infatti, dopo aver esplicitamente attribuito al consiglio di amministrazione dell'ente destinatario della disciplina la responsabilità della conformità della relazione alle disposizioni del decreto, precisa che gli amministratori agiscono secondo criteri di "professionalità e diligenza". La norma, quindi, rappresenterebbe un'elevazione dello *standard* di comportamento degli amministratori rispetto all'art. 2392 c.c., che prevede un criterio oggettivo e soggettivo della diligenza ma non di professionalità (a differenza dell'art. 2407, co. 1 c.c. per i membri del collegio sindacale).

Circa il secondo requisito, sembrerebbe che l'organo amministrativo debba prioritariamente valutare eventuali rischi connessi ai temi ambientali, sociali, del personale e del rispetto dei diritti umani e della lotta alla corruzione. Temi, quindi, che integrerebbero i compiti dell'organo, determinando ricadute che vanno oltre alla sola rendicontazione, permeando l'intera operatività della società⁵⁴⁹. In linea con questa interpretazione vi sono le ultime modifiche al Codice di autodisciplina, di cui *supra*⁵⁵⁰.

Vi è, poi, da segnalare che la direttiva CSRD e l'ampliamente discussa proposta di direttiva CSDDD introducono nuovi scenari in tema di considerazione degli

⁵⁴⁸ ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 39.

⁵⁴⁹ *Ibid*, 57.; LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 187.

⁵⁵⁰ Cap. 1, §3.

interessi nelle scelte gestionali, relativamente agli obiettivi ambientali, sociali o in materia di diversità, a differenza della direttiva NFRD e del decreto di recepimento che non prevedevano espressamente tale obbligo di diligenza⁵⁵¹.

Anche a prescindere dall'approvazione della proposta di direttiva di *Due Diligence*, l'incremento degli obblighi informativi di cui alla direttiva CSRD e l'introduzione dell'obbligo per la società di analizzare e gestire gli eventuali impatti negativi ambientali e sociali dell'intera attività di impresa (compresa, quindi, la catena di valore) sono di per sé sufficienti ad incidere sul consiglio di amministrazione⁵⁵².

Ne è conseguenza, come visto *supra*⁵⁵³, che i principi che guidano il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi dovranno mutare profondamente per poter considerare l'impatto dell'attività, nel lungo termine, sulla sostenibilità. In definitiva, come si è già avuto modo di evidenziare, sia dal nuovo Codice di *Corporate Governance* che dalla proposta di direttiva CSDDD deriva un chiaro ordine di priorità negli obiettivi che il consiglio di amministrazione deve perseguire nella ponderazione degli interessi: agli amministratori è richiesto di perseguire l'obiettivo della profittabilità dell'impresa, nonché di remunerazione dell'investimento degli *shareholders*, tenendo comunque conto degli *stakeholders* rilevanti per la sostenibilità dell'impresa nel lungo termine⁵⁵⁴.

In considerazione di ciò, lo *standard* di diligenza, per quanto attiene alla redazione e pubblicazione della relazione di sostenibilità, è sicuramente più elevato per gli amministratori di quanto richiesto dal codice civile per la normale attività

⁵⁵¹ È comunque da segnalare che la direttiva 2014/95/UE ha ampliato il concetto di diligenza gestoria nella misura in cui gli amministratori di enti di interesse pubblico di grandi dimensioni abbiano identificato, in sede di predisposizione della dichiarazione non finanziaria, i rischi ESG rilevanti. Per poter essere definiti diligenti, infatti, gli amministratori dovranno adottare misure idonee a prevenirli o a mitigarne la portata. LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 189.

⁵⁵² M. S.TELLA RICHTER JR, «Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate», *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 3 (2021): 416 ss.; P. MONTALENTI, «Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 22 ss.; A. GENOVESE, «La "sustainable corporate governance" delle società quotate. Note introduttive», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 108 ss.; L. CALVOSA, «La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione», *Rivista delle Società*, fasc. 2-3 (2022): 309 ss.

⁵⁵³ Per le novità introdotte dal Codice di autodisciplina 2020, cap. 1, §3.; Per quelle della proposta di *Corporate Due Diligence Directive*, cap. 1, §4.

⁵⁵⁴ Si va così arricchendo anche il generale dovere in capo agli amministratori di agire informati (art. 2381, co.6 c.c.). ASSONIME, «L'evoluzione dell'organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale», Note e Studi, 2023, 31 ss.

gestoria, soprattutto se si tiene presente l'introduzione normativa del legislatore italiano nel silenzio della direttiva NFRD⁵⁵⁵.

Le stesse considerazioni sono, inoltre, applicabili anche per il requisito di professionalità. La specificazione dell'art. 3, co. 7 del D.lgs. n. 254/2016 che, si ripete, si discosta dal testo dell'art. 2392 c.c. e si avvicina all'art. 2407, co. 1 c.c., implica che, come per i sindaci, dalla condotta degli amministratori non può "ritenersi disgiunto un certo grado di perizia^{556,557}. La conseguenza è che, nonostante non sia obbligatoriamente prevista la professionalità tra i requisiti di nomina, questa diviene comunque necessaria per l'espletamento dell'incarico di amministratore. La valutazione del comportamento degli amministratori, pertanto, in relazione alla relazione di sostenibilità spetta, come si vedrà, all'autorità giudiziaria in caso di azione di responsabilità o alla Consob nell'esercizio dei poteri di controllo.

Il quadro così delineato deve ritenersi confermato anche a seguito dell'approvazione della direttiva CSRD, che, come la direttiva NFRD, tace in merito ai requisiti, per due ordini di ragioni. Innanzitutto, sarebbe irragionevole diminuire il livello di diligenza e di professionalità degli amministratori a seguito dell'implementazione degli obblighi di rendicontazione introdotti dalla nuova direttiva, che non può non richiedere alle società destinatarie di tenere conto, nella composizione del consiglio, della necessità di includere competenze in ambito ESG e di incoraggiare il presidente del consiglio di amministrazione ad organizzare iniziative specifiche volte all'approfondimento di queste tematiche⁵⁵⁸. La seconda motivazione

⁵⁵⁵ BRUNO, «Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori», 1004 ss.

⁵⁵⁶ Per cui si intende la corretta applicazione delle regole tecniche caratterizzanti una determinata attività, arte o professione, nonché l'acquisizione del massimo bagaglio conoscitivo possibile. A. ZANARDO, «Il criterio della diligenza nell'esercizio dell'attività di amministrazione di spa: considerazioni generali e "declinazioni" applicative», in *Le clausole generali nel diritto societario* (Cedam, 2011), 274; G. MOLLO, *Il sistema di gestione informata nella S.p.a. e la responsabilità degli amministratori deleganti* (Giappichelli, 2013), 142.

⁵⁵⁷ S. AMBROSINI, «Il collegio sindacale», in *Trattato di diritto privato - Diretto da Pietro Rescigno* (Utet Giuridica, 2013), 189, 274 ss.

⁵⁵⁸ Un'interpretazione differente, peraltro, sarebbe contraria anche alle novità introdotte nel Codice di *Corporate Governance* 2020. L'art. 2, P. V inserisce nella valutazione della composizione dell'organo amministrativo i requisiti di "professionalità e di competenze adeguate". L'art. 2.C.2, poi, prevede tra i compiti del presidente del consiglio di amministrazione, quello di avere cura che amministratori e sindaci possano partecipare ad iniziative finalizzate a fornire loro "un'adeguata conoscenza del settore di attività in cui opera l'emittente, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione, dei principi di corretta gestione dei rischi nonché del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento", riportandone nella relazione sul governo societario modalità e tipologia.

risiede nell'obbligatoria collocazione del *report* nella relazione sulla gestione, che implica una parificazione delle responsabilità dell'organo a quelle previste per la redazione del bilancio (art. 2621 c.c. per le società non quotate e art. 2622 c.c. per le società quotate), per cui gli amministratori restano responsabili collettivamente, nell'ambito delle competenze attribuite dal diritto nazionale, di garantire che la relazione di gestione sia redatta secondo le norme di riferimento.

5.1.2. L'organo di controllo interno.

Sulla relazione di sostenibilità insistono due tipologie di controllo: un controllo interno del collegio sindacale ed un controllo esterno del revisore legale (di cui *infra* §5.2.).

Ai sensi dell'art. 3, co. 7 del D.lgs. n. 254/2016, al collegio sindacale spetta la vigilanza sull'osservanza delle disposizioni previste dal decreto, nell'ambito delle funzioni ad esso attribuite dall'ordinamento, pena previsioni sanzionatorie di cui si dirà successivamente. Della vigilanza svolta il collegio sindacale riferisce nella relazione annuale all'assemblea.

I compiti di controllo delineati dal decreto legislativo, quindi, sono ricondotti nell'alveo delle funzioni di vigilanza previste dai principi generali (art. 2403 c.c.⁵⁵⁹; 149 TUF per le società quotate⁵⁶⁰). Di conseguenza, le aree principi attorno alle quali si sviluppa la vigilanza del collegio sindacale sono tre: l'osservanza della legge e dell'atto costitutivo; il rispetto dei principi di corretta amministrazione; l'adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e contabile.

⁵⁵⁹ In base a tale disposizione, il collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento. Esercita inoltre il controllo contabile nel caso previsto dall'art. 2409-*bis*, co.3 c.c.

⁵⁶⁰ È disposto che il collegio sindacale vigila: a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo; b) sul rispetto dei principi di corretta amministrazione; c) sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione; c-*bis*) sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi; d) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2.

Su quest'ultima materia, tuttavia, insiste anche il controllo del revisore legale, tenuto a verificare l'avvenuta predisposizione della relazione di sostenibilità e chiamato ad esprimere un'attestazione sulla conformità delle informazioni contenute nel documento rispetto alle norme di riferimento e agli *standards* di rendicontazione utilizzati. Per tali ragioni un raccordo tra i compiti propri dell'organo di controllo interno ed esterno risulta necessario. Le linee interpretative attestate dalla dottrina⁵⁶¹, intese ad evitare inutili duplicazioni, ritengono che il controllo specifico sulla regolare tenuta della contabilità e sull'avvenuta predisposizione di una relazione sulla sostenibilità conforme agli *standards* di rendicontazione spetti al revisore legale. Il collegio sindacale, invece, sviluppa un controllo formale e sintetico sui sistemi e sui processi di formazione e pubblicazione della rendicontazione di sostenibilità volto a verificare il rispetto delle regole di corretta amministrazione, nonché l'adeguatezza degli assetti organizzativi funzionali al raggiungimento degli obiettivi di natura socio/ambientale, senza entrare nel merito delle scelte adottate dagli amministratori in base al loro potere discrezionale⁵⁶². Lo stesso Codice di autodisciplina, infatti, al punto 7, P. 3 attribuisce al collegio sindacale la competenza a vigilare sull'efficacia del sistema di controllo interno e gestione dei rischi. Anche Consob sottolinea che, considerato che la corretta predisposizione della dichiarazione rappresenta "l'esito di un elaborato processo di valutazione che consenta, in base al principio di materialità, di individuare le informazioni necessarie ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa e dei suoi impatti sui temi non finanziari indicati dal decreto, anche le funzioni di controllo attribuite al collegio sindacale sulla conformità alla legge della [n.d.r Dichiarazione] e la sua completezza si sostanziano principalmente in un'attività di vigilanza sull'adeguatezza di tutte le procedure, i processi e le strutture che presiedono alla produzione, rendicontazione, misurazione e rappresentazione dei risultati e delle informazioni di carattere non finanziario"⁵⁶³. Tale controllo sarebbe, quindi, volto a consentire una corretta ed esaustiva rappresentazione

⁵⁶¹ P. SFAMENI, «Art. 2403 c.c.», in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, vol. Tomo I (Giuffrè, 2016), 1599; M. RIGOTTI, «Art. 2403», in *Commentario alla riforma delle società*, vol. 9, 2005, 200.

⁵⁶² ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 45; LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 188.

⁵⁶³ CONSOB, «Documento di consultazione», 21 luglio 2017, 8, https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/documento_di_consultazione_consob_21_luglio_2017.pdf.

dell'attività d'impresa, dei suoi risultati e degli impatti relativi ai temi di natura non finanziaria di cui al decreto legislativo di recepimento.

In aggiunta a queste generali competenze, si ricorda che, ai sensi del D.lgs. n. 39/2010⁵⁶⁴, nelle società qualificabili come enti di interesse pubblico (EIP), l'organo di controllo svolge anche le funzioni del comitato per il controllo interno e la revisione contabile (CCIR), a cui spetta, *inter alia*, il controllo del processo di informativa finanziaria, monitorando l'efficacia e la qualità dei sistemi di controllo interno, la revisione legale del bilancio, l'indipendenza dei revisori legali esterni ed il relativo processo di selezione (art. 19 D.lgs. n. 39/2010).

La direttiva CSRD è intervenuta anche su questo aspetto, estendendo al CCIR “compiti per quanto riguarda l'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità”⁵⁶⁵. In particolare, il CCIR deve informare l'organo amministrativo o di controllo dell'EIP dell'esito dell'attività di attestazione di conformità e spiegare le modalità con cui ha contribuito all'integrità della rendicontazione di sostenibilità ed il ruolo da esso svolto in tale sede⁵⁶⁶. La direttiva, inoltre, dando la possibilità agli Stati membri di attribuire tali funzioni all'organo amministrativo o di controllo oppure ad un organo specificamente istituito, obbliga ad una integrazione delle funzioni del CCIR con i principi sopraelencati.

Inoltre, secondo l'art. 3, co.8 del D.lgs. n. 256/2016, l'organo di controllo si esprime nei confronti del consiglio di amministrazione, qualora quest'ultimo intenda avvalersi della facoltà di omettere, eccezionalmente, “le informazioni concernenti gli sviluppi imminenti ed operazioni in corso di negoziazione, qualora la loro divulgazione possa compromettere gravemente la posizione commerciale dell'impresa”⁵⁶⁷.

⁵⁶⁴ Decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE, (GU n.68 del 23-03-2010 - Suppl. Ordinario n. 58), <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2010-01-27:39>.

⁵⁶⁵ Considerando 76, direttiva 2022/2464/UE.

⁵⁶⁶ *Ibid.*

⁵⁶⁷ La disposizione procede aggiungendo che: “Qualora si avvalga di questa facoltà, l'ente di interesse pubblico ne fa menzione nella dichiarazione non finanziaria con esplicito rimando al presente comma. L'omissione non è comunque consentita quando ciò possa pregiudicare una comprensione corretta ed equilibrata dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione, nonché degli impatti prodotti dalla sua attività in relazione agli ambiti di cui al comma 1”.

Si tratta, in definitiva, come per quanto sostenuto in relazione al consiglio di amministrazione, di un ruolo altamente responsabilizzante, da cui si richiedono elevati livelli di diligenza e di professionalità (art. 2407, co. 1 c.c.).

In conclusione, il sistema di competenze e controlli delineato dal decreto legislativo “non presenta caratteristiche diverse o innovative rispetto alle regole e ai principi generali che presiedono alla ripartizione delle attribuzioni tra l’organo di amministrazione (art 2381-*bis* c.c.) e l’organo di controllo interno (art. 2403 c.c. del TUF per le società quotate), regole e principi che, anzi, devono intendersi integralmente richiamati e applicabili nell’ambito della predisposizione, pubblicazione e vigilanza dell’informativa non finanziaria”⁵⁶⁸.

5.1.3. L’assemblea.

Ruolo e responsabilità dell’assemblea su questo documento risultano, come già accennato, limitati a quelli in materia di allegati al bilancio. In generale, l’assemblea è chiamata ad approvare il bilancio d’esercizio inteso in senso stretto entro centoventi giorni dalla chiusura dell’esercizio. Tuttavia, l’atto costitutivo può prevedere un termine maggiore, comunque non superiore a centottanta giorni, nel caso in cui la società debba redigere il bilancio consolidato ovvero particolari esigenze legate alla struttura e all’oggetto della società. lo richiedano (art. 2364, co. 2 c.c.). Almeno quindici giorni prima dell’assemblea, inoltre, il progetto di bilancio con le allegato relazioni degli amministratori e sindaci, deve essere depositato in copia presso la società, così da restare a disposizione dei soci (art. 2429 c.c.). Nel caso di società quotate, invece, il progetto di bilancio deve essere messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito *internet* e con altre modalità stabilite dalla Consob entro quattro mesi dalla chiusura dell’esercizio (art. 154-*ter*, co.1 TUF). Tra la data di pubblicazione, poi, e la data dell’assemblea chiamata ad approvare il progetto di bilancio devono intercorrere non meno di ventuno giorni (art.154-*ter* TUF).

L’assemblea, quindi, approva il bilancio di esercizio con le maggioranze di cui all’art. 2368, co.1 c.c. oppure da quelle stabilite dallo statuto sociale, qualora questo richieda maggioranze più elevate.

⁵⁶⁸ CONSOB, «Documento di consultazione», 7.

Gli stessi termini di pubblicazione sono previsti per gli allegati al bilancio, quali la relazione di gestione, il bilancio consolidato e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, ma su questi l'assemblea non deve deliberare. Dal momento che gli allegati sono atti di esclusiva competenza degli amministratori, il passaggio in assemblea ha, quindi, un valore puramente informativo per i soci, in quanto soggetti comunque destinatari delle informazioni⁵⁶⁹.

Tuttavia, si ritiene possibile che il consiglio di amministrazione, in assenza di una specifica disposizione di legge, presenti comunque in assemblea il documento di sostenibilità, per ottenere un voto consultivo. La delibera, in tal caso, avrebbe natura ovviamente non vincolante e gli amministratori resterebbero responsabili delle decisioni adottate nella piena discrezionalità. Questa facoltà può essere riconosciuta all'organo amministrativo sia se lo statuto lo preveda esplicitamente sia nel caso di silenzio dello stesso.

La volontà di ottenere un parere consultivo potrebbe essere motivata dalla finalità di rendere il contenuto più largamente condiviso e conosciuto, dal momento che, dovendo esprimere un voto sul documento, i soci saranno più incoraggiati a prenderne visione. In questo modo, inoltre, i diritti di *voice* dei soci sarebbero implementati, potendo gli stessi chiedere spiegazioni in merito alla relazione. Potrebbe, inoltre, essere motivata da finalità reputazionali, cioè dalla volontà di mostrare particolare attenzione della società alle tematiche di sostenibilità⁵⁷⁰.

5.1.4. Le altre funzioni societarie.

Dopo aver analizzato le tre figure societarie fondamentali nella fase di redazione, controllo e “approvazione” della relazione di sostenibilità, in questa sede si accenna brevemente, per completezza, al ruolo svolto da altre funzioni societarie più o meno utili ai fini dell'assolvimento dell'obbligo di rendicontazione di sostenibilità.

⁵⁶⁹ G. STRAMPELLI, «Commento all'art. 2428 (Relazione sulla gestione)», in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari* (Giuffrè, 2016), 2348.; S. FORTUNATO, «Il procedimento di formazione del bilancio consolidato», *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 2 (1997): 219.

⁵⁷⁰ BRUNO, «Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori», 1008 ss.

Innanzitutto, rileva la totale assenza di doveri o incarichi affidati dal D.lgs. n. 256/2016 al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari per le società quotate (art. 154-*bis* TUF⁵⁷¹).

L'attestazione del dirigente preposto, infatti, non dovrebbe avere ad oggetto le informazioni non finanziarie, al fine di non snaturare completamente il senso e le finalità alla base degli obblighi di certificazione previsti in capo allo stesso. La relazione di sostenibilità ha ad oggetto informazioni che non hanno natura finanziaria e non hanno lo scopo di rappresentare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società. Al contrario, sono informazioni che si pongono ad integrazione delle informazioni finanziarie e che intendono rendicontare le politiche attuate dalla società e gli effetti della sua attività in ambiti tipicamente non contabili. I dati contenuti nella relazione, poi, anche quando siano quantitativi (relativi, ad esempio, al consumo di energia o acqua) o ricavati da dati gestionali, sono comunque rappresentati con unità di misura non monetarie⁵⁷².

Per tali ragioni, una specifica attestazione volta a certificare la corrispondenza delle informazioni contenute nella relazione di sostenibilità con le scritture contabili non appare necessaria. Ciò è confermato dagli organigrammi aziendali, nei quali il dirigente preposto solitamente non assume un ruolo di governo nei processi intesi a rendicontare le informazioni di natura ambientale, sociale e del personale⁵⁷³.

⁵⁷¹ Secondo la disposizione del TUF, sul dirigente gravano specifici obblighi di attestazione.

Una prima tipologia riguarda il bilancio d'esercizio, il bilancio consolidato e la relazione semestrale, sui quali è chiamato ad attestare: a) l'adeguatezza e l'effettiva applicazione delle procedure da lui predisposte per la loro formazione, per il periodo a cui si riferiscono i documenti; b) la conformità ai principi contabili internazionali, c) la corrispondenza dei documenti alle risultanze dei libri e delle scritture contabili; d) l'idoneità a fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società e delle imprese incluse nel consolidamento. Deve, poi, verificare che la relazione sulla gestione comprenda un'analisi attendibile dello sviluppo e dell'andamento economico, della situazione dell'emittente e dell'insieme delle imprese incluse nel consolidamento, compresa la descrizione dei principali rischi ed incertezze ai quali sono esposte (co.5).

Una seconda tipologia di attestazioni, invece, attiene ai documenti e alle relazioni diffusi dalla società sul mercato, relativi all'informativa contabile, anche semestrale, dovendo il dirigente preposto certificare la conformità di tali atti alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili della società (co.2).

La premessa logico-giuridica di tali compiti è rappresentata dal compito di predisporre adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio d'esercizio, del bilancio consolidato, nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario (co.3).

⁵⁷² ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 55.

⁵⁷³ *Ibid*, 56.; LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 188.; RIMINI, «I valori della solidarietà sociale nelle dichiarazioni non finanziarie», 193.

Tuttavia, la nuova direttiva CSRD ha integrato il perimetro della responsabilità collettiva dei membri degli organi di amministrazione, gestione e controllo di un'impresa di garantire che i bilanci di esercizio annuali, la relazione sulla gestione e la dichiarazione sul governo societario siano conformi ai principi di rendicontazione (art. 33 della direttiva *Transparency*). Il considerando 59, infatti, prevede l'estensione di tale responsabilità agli obblighi di digitalizzazione, all'obbligo di osservanza dei principi dell'Unione di rendicontazione di sostenibilità e all'obbligo di marcatura della rendicontazione di sostenibilità.

Di conseguenza, si potrebbe ritenere che questa novità possa mutare il ruolo del dirigente preposto in relazione ai processi diretti a realizzare il sistema di rendicontazione di sostenibilità⁵⁷⁴. Tuttavia, i dubbi permangono⁵⁷⁵.

Un'altra modalità organizzativa che può incrementare l'efficienza e l'efficacia dei lavori dell'organo amministrativo nella redazione della relazione di sostenibilità è rappresentata dalla costituzione in seno allo stesso di specifici comitati, esistenti o costituiti *ad hoc*, composti da soggetti in possesso di adeguate e specifiche competenze che le peculiarità, anche tecniche, del campo della sostenibilità richiedono.

In particolare, il Codice di *Corporate Governance* suggerisce alle società appartenenti all'indice FTSE-Mib di valutare "l'opportunità di costituire un apposito comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli *stakeholder*; in alternativa, il consiglio valuta di raggruppare o distribuire tali funzioni tra gli altri comitati"⁵⁷⁶.

⁵⁷⁴ L. BENVENUTO, «Il ruolo e le responsabilità degli organi sociali nel *Report* di sostenibilità» (Forum Assonime *Report* di Sostenibilità, Roma, 10 marzo 2023), https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

⁵⁷⁵ «Insomma, le competenze riguardanti l'informativa finanziaria non si sovrappongono necessariamente a quelle inerenti la sostenibilità e nulla sembrerebbe imporre l'accumulo delle funzioni in capo ad un medesimo soggetto. Non dovrebbero pertanto rinvenirsi impedimenti nel nominare, nelle funzioni di dirigente poi tenuto all'attestazione delle informazioni finanziarie e di quelle sulla sostenibilità, soggetti distinti con differenti competenze, ruoli e responsabilità". F. SALERNO, «L'"attestazione" delle comunicazioni degli impatti socio-ambientali dopo la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità», in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale* (XIV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale», Roma, 2023), 25.

⁵⁷⁶ COMITATO CORPORATE GOVERNANCE, «Codice di Autodisciplina», luglio 2018, commento all'art. 4, 21, <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2018clean.pdf>.

Posto che la redazione e l'approvazione della relazione è un'attribuzione del consiglio di amministrazione non delegabile, a tali comitati possono essere attribuite esclusivamente funzioni istruttorie, propositive e consultive. Tra queste potrebbero rientrare le scelte sulle metodologie da utilizzare per la rendicontazione e la valutazione sulla corretta applicazione, le verifiche sui KPI, semplici approfondimenti sui temi specifici relativi alla relazione di sostenibilità⁵⁷⁷, richieste di consulenza su specifici punti oppure di pareri⁵⁷⁸ sulla bozza di documento, fino alla possibilità di presentare una vera e propria proposta⁵⁷⁹ di documento al consiglio di amministrazione.

La possibilità di istituire un comitato *ad hoc* oppure di affidare specifici compiti di sostenibilità ad un comitato esistente deve ritenersi compatibile sia con la disciplina di cui alla direttiva NFRD sia alla direttiva CSRD. In aggiunta ad alcuni dati già forniti⁵⁸⁰, si evidenzia che circa due terzi dei comitati endoconsiliari aventi funzioni in materia di sostenibilità hanno funzioni specifiche di supporto e circa un terzo delle società ha espressamente attribuito al comitato di sostenibilità il compito di supportare il *plenum* nella definizione della matrice di sostenibilità⁵⁸¹.

Ulteriore figura che potrebbe risultare utile, laddove richiesto dal settore in cui opera la società obbligata alla redazione ed in ogni altro caso in cui sia rilevante, è il *chief sustainability officer* (CSO).

Senza ulteriormente appesantire l'organigramma aziendale, il CSO potrebbe contribuire alla gestione dei rischi e delle opportunità, all'approfondimento delle tematiche ESG e perfino al miglioramento del proprio *rating* ESG⁵⁸². Nello specifico,

⁵⁷⁷ GUGLIELMETTI, «La dichiarazione sulle informazioni non finanziarie: ruoli e responsabilità degli organi aziendali», 70.

⁵⁷⁸ Nel caso specifico, il parere si concretizza in una dichiarazione di giudizio non vincolante. Può avere ad oggetto la generalità del documento, l'articolazione e conformità dei contenuti alle regole di redazione e/o la completezza e la trasparenza delle informazioni. ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 61.

⁵⁷⁹ Il potere di proposta è rappresentato dalla presentazione al *plenum* di uno schema di documento avente, chiaramente, natura non vincolante. Il consiglio ne valuta, poi, la completezza e l'attendibilità e, se dal caso, lo approva. *Ibid.*

⁵⁸⁰ COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, «Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate».

⁵⁸¹ ASSONIME, «Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code», 10 febbraio 2023, https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Pagine/Report-on-Corporate-Governance-in-Italy_2022.aspx.

⁵⁸² PWC, «Empowered Chief Sustainability Officers», [strategy&, https://www.strategyand.pwc.com/de/en/functions/sustainability-strategy/cso-2022.html](https://www.strategyand.pwc.com/de/en/functions/sustainability-strategy/cso-2022.html).

per consentire alla società di rispettare i propri impegni ESG è chiamato a comprendere e prevedere i cambiamenti “esogeni”, riorganizzare internamente la società e allineare i *team*, coinvolgendo e integrando le diverse funzioni societarie⁵⁸³.

Difficile, tuttavia, è prevedere se questa figura sia meramente transitoria oppure destinata a rappresentare un tassello irrinunciabile, quale propulsore di un’efficace *ESG-governance*. Se la sostenibilità entrerà sempre di più a far parte della *governance* societaria futura, il ruolo del CSO potrebbe essere progressivamente inglobato nelle funzioni del comitato rischi, del *management* o del CEO. Tendenzialmente, infatti, nei comitati “*sustainability linked*” siedono, solitamente, il presidente del consiglio di amministrazione, il CEO, rappresentanti dei lavoratori o degli azionisti, amministratori indipendenti e *lead independent directors*⁵⁸⁴.

5.2. L’attestazione di conformità della rendicontazione di sostenibilità.

La rapida crescita del *reporting* di sostenibilità ed il perfezionamento dei *framework* di rendicontazione hanno imposto alle imprese europee, in risposta alla domanda del mercato, di comunicare un’informativa sufficientemente credibile agli occhi degli *stakeholders*, al fine di tutelarne la fiducia. La “credibilità” del *report* di sostenibilità deriva dall’adozione di un approccio finalizzato a salvaguardarne la corretta redazione, che, come per i bilanci d’esercizio, richiede un’*assurance* fondata su criteri riconosciuti e proveniente da soggetti qualificati.

Considerando che la direttiva NFRD non prescrive obblighi di attestazione sui *report* di sostenibilità⁵⁸⁵, la prima disciplina in materia è stata introdotta, in Italia, dal

⁵⁸³ PASSADOR, «Sull’utilità della ESG *disclosure* e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità», 177.

⁵⁸⁴ “Per quanto riguarda la composizione dei comitati *ad hoc* o aventi funzioni in materia di sostenibilità, dai dati Assonime emerge che la maggior parte delle società aderenti al Codice hanno optato per comitati composti da amministratori non esecutivi e indipendenti. Tuttavia, da un’analisi complessiva dei comitati aventi funzioni di sostenibilità, inclusi quelli a composizione mista o manageriale, emerge che nel 29% dei comitati siede anche un amministratore esecutivo (CEO o talvolta Presidente esecutivo) e/o un manager, manifestandosi dunque una più chiara vocazione strategica (in lieve aumento rispetto al 24% del 2021)”. COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, «Relazione 2022 sull’evoluzione della corporate governance delle società quotate», 55.

⁵⁸⁵ In particolare, la direttiva NFRD, modificando la direttiva *Accounting*, aveva previsto esclusivamente l’obbligo per gli Stati membri di provvedere affinché i revisori legali o le imprese di revisione contabile controllassero l’avvenuta presentazione della dichiarazione non finanziaria.

decreto di recepimento e, successivamente, dal regolamento Consob, adottato con delibera n. 20267.

Secondo la suddetta normativa il revisore legale di bilancio dovrà effettuare due diverse verifiche in merito alla dichiarazione non finanziaria.

La prima è di natura puramente “accertativa”⁵⁸⁶, dovendo il revisore verificare “l’avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della dichiarazione di carattere non finanziario” (art. 3, co. 10 del D.lgs. 254/2016). A tal fine, deve indicare “in un’apposita sezione della relazione di revisione sul bilancio l’avvenuta approvazione da parte dell’organo amministrativo della dichiarazione non finanziaria”. Si tratta di una forma di controllo che deve essere necessariamente effettuata dal soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

La seconda attività è, invece, la verifica di conformità della DNF. Pertanto, Il revisore legale di bilancio o “altro soggetto abilitato allo svolgimento della revisione legale, appositamente designato per questo compito” deve esprimere “un’attestazione circa la conformità delle informazioni fornite rispetto a quanto richiesto dal presente decreto legislativo e rispetto ai principi, alle metodologie e alle modalità previste dal comma 3” (art. 3, co. 10 del D.lgs. 254/2016)⁵⁸⁷.

Relativamente ai principi professionali di riferimento per lo svolgimento della verifica di conformità, è prevista l’utilizzo dell’*International Standards on Assurance Engagements 3000 (ISAE 3000 revised)*, emanato dall’*International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB)* dell’*International Federation of Accountants*

Diversamente, nessun obbligo era previsto per la verifica di conformità delle informazioni, avendo lasciato agli Stati membri la facoltà di richiedere tali verifiche. Cfr., rispettivamente, il par 5 e il par. 6 dell’art. 19 della Direttiva Accounting, a seguito delle modifiche da parte della NFRD.

⁵⁸⁶ CONSOB, «Relazione illustrativa al regolamento di attuazione del D.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», 19 gennaio 2018, 14.

⁵⁸⁷ L’art. 5, co.1 del regolamento Consob di attuazione stabilisce che la relazione deve: a) indicare il presupposto normativo ai sensi del quale la relazione viene rilasciata; b) identificare la dichiarazione non finanziaria approvata dall’organo amministrativo e sottoposta a verifica; c) indicare le metodologie e i principi previsti dallo *standard* di rendicontazione utilizzato quale riferimento o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata dall’organo amministrativo nella redazione della dichiarazione non finanziaria; d) contenere una descrizione della portata del lavoro svolto e delle procedure di verifica poste in essere ai fini del rilascio dell’attestazione; e) indicare il principio internazionale, riconosciuto dagli ordini e dalle associazioni professionali, utilizzato per lo svolgimento dell’incarico di attestazione; f) contenere una dichiarazione sul rispetto dei principi sull’indipendenza e degli altri principi etici stabiliti dai codici internazionali riconosciuti dagli ordini e dalle associazioni professionali, utilizzati per lo svolgimento dell’incarico di attestazione.

(IFAC)⁵⁸⁸. Questo *standard* prevede due forme di *assurance* e differenti linee guida per le stesse: *reasonable assurance* e *limited assurance*.

L'incarico di *assurance* è definito “*reasonable*” nel caso di “*an assurance engagement in which the practitioner reduces engagement risk to an acceptably low level in the circumstances of the engagement as the basis for the practitioner’s conclusion. The practitioner’s conclusion is expressed in a form that conveys the practitioner’s opinion on the outcome of the measurement or evaluation of the underlying subject matter against criteria*”⁵⁸⁹. Questa forma di verifica, pertanto, richiede l’adozione di autonome procedure di verifica, che implicano l’esame del sistema interno all’impresa adibito alla rendicontazione e la predisposizione di necessari controlli volti ad acquisire un livello di conoscenza tale da poter esprimere, con ragionevole sicurezza, un giudizio in forma positiva sul risultato della misurazione e della valutazione dell’oggetto della verifica⁵⁹⁰.

L'incarico di *assurance* limitata, invece, è definita come “*an assurance engagement in which the practitioner reduces engagement risk to a level that is acceptable in the circumstances of the engagement but where that risk is greater than for a reasonable assurance engagement as the basis for expressing a conclusion in a form that conveys whether, based on the procedures performed and evidence obtained, a matter(s) has come to the practitioner’s attention to cause the practitioner to believe the subject matter information is materially misstated. The nature, timing, and extent of procedures performed in a limited assurance engagement is limited compared with that necessary in a reasonable assurance engagement but is planned to obtain a level of assurance that is, in the practitioner’s professional judgment, meaningful. To be meaningful, the level of assurance obtained by the practitioner is likely to enhance the intended users’ confidence about the subject matter information to a degree that is clearly more than inconsequential*”⁵⁹¹. In questo caso, quindi l’ISAE 3000 richiede

⁵⁸⁸ INTERNATIONAL AUDITING AND ASSURANCE STANDARD BOARD (IAASB), «ISAE 3000 (Revised), Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information», Final Pronouncement, dicembre 2013, https://www.ifac.org/_flysystem/azure-private/publications/files/ISAE%203000%20Revised%20-%20for%20IAASB.pdf.

⁵⁸⁹ *Ibid*, par. 12, lett. a), punto i), lett. a).

⁵⁹⁰ SALERNO, «L’“attestazione” delle comunicazioni degli impatti socio-ambientali dopo la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità», 11.

⁵⁹¹ INTERNATIONAL AUDITING AND ASSURANCE STANDARD BOARD (IAASB), «ISAE 3000 (Revised), Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information», par. 12, lett. a), punto i), lett. b).

verifiche poco estese e non pervasive, che si sostanziano nella raccolta di informazioni senza supporto documentale, nell'intervista di soggetti coinvolti nella rendicontazione e nell'analisi comparata delle dichiarazioni raccolte, così da poter escludere eventuali indicatori di contraddizioni e/o incoerenze. Tale lavoro di verifica, infatti, è portato a compimento con la formulazione di un'*opinion* in forma negativa, cioè una dichiarazione attestante la non rilevazione di elementi dai quali desumere la presenza di inesattezze rilevanti, tali da far ritenere che le informazioni contenute nella dichiarazione siano errate⁵⁹².

I due approcci, quindi, si differenziano sia nella tipologia di verifiche da espletare, sia nell'estensione e profondità delle relative procedure. Di conseguenza, il livello di *assurance* ottenuto in un incarico "limitato" è decisamente inferiore a quello ottenuto attraverso un incarico "ragionevole", in relazione al differente grado di approfondimenti delle verifiche e dei minori tempi di esecuzione delle stesse⁵⁹³.

L'art. 5 del regolamento attuativo Consob, poi, è sostanzialmente in linea con il contenuto dello *standard*. Pertanto, è previsto che la relazione del revisore si conclude con "un'attestazione che, sulla base del lavoro svolto, non sono pervenuti all'attenzione del revisore designato elementi che facciano ritenere che la dichiarazione non finanziaria non sia stata redatta, in tutti gli aspetti significativi, in conformità a quanto richiesto dagli articoli 3 e 4 del decreto e dallo standard di rendicontazione o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata" (*limited assurance*)⁵⁹⁴. È, poi, consentito all'organo amministrativo dell'EIP di richiedere al revisore designato di attestare che, a giudizio di quest'ultimo, la dichiarazione non finanziaria o alcune specifiche informazioni in essa contenute sono state redatte, in tutti gli aspetti significativi, in conformità a quanto richiesto dagli articoli 3 e 4 del decreto e dallo *standard* di rendicontazione o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata"⁵⁹⁵. Si tratta, cioè, di *reasonable assurance* sulla DNF nel suo complesso, oppure di una forma, per così dire, "mista", nel caso di *limited assurance*

⁵⁹² SALERNO, «L'«attestazione» delle comunicazioni degli impatti socio-ambientali dopo la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità», 12.

⁵⁹³ CISI - DEVALLE, *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*, 240 ss.; TETTAMANZI - MINUTIELLO, *ESG: Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting*, 211 ss.

⁵⁹⁴ Art. 5, co. 1, lett. g) del regolamento Consob.

⁵⁹⁵ Art. 5, co. 2 del regolamento Consob.

sulla totalità della DNF e *reasonable assurance* soltanto su determinate informazioni⁵⁹⁶.

Nel caso in cui il revisore esprima un'attestazione con rilievi, negativa o rilasci una dichiarazione di impossibilità di esprimere un'attestazione, la relazione ne illustra analiticamente i motivi delle conclusioni⁵⁹⁷.

Tale attestazione è contenuta in un'apposita relazione distinta alla relazione di revisione, anche nel caso in cui la DNF sia contenuta nella relazione sulla gestione. L'attestazione, datata e sottoscritta, deve essere allagata alla DNF e congiuntamente ad essa pubblicata.⁵⁹⁸

La prospettiva di parificazione della comunicazione di sostenibilità a quella finanziaria portata avanti dalle modifiche della direttiva CSRD è stata completata con l'implementazione dell'obbligo di imporre la verifica di conformità alla rendicontazione di sostenibilità (art. 19-*bis*, par. 5 e art. 29-*bis*, par. 5 della direttiva *Accounting*, così modificata)⁵⁹⁹.

In particolare, si prevede che le imprese dovranno conferire uno specifico incarico di attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità ai principi comuni. Ai fini dell'espletamento dell'incarico, la Commissione europea

⁵⁹⁶ L'obiettivo della flessibilità di tali previsioni è, secondo la Consob, quello di “consentire agli operatori del mercato di avvicinarsi gradualmente ai nuovi obblighi e di maturare con il tempo l'esperienza necessaria affinché i sistemi posti in essere dalle società e i controlli esterni possano evolvere verso forme eventualmente più complesse [...]”. CONSOB, «Relazione illustrativa al regolamento di attuazione del D.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», 21.

⁵⁹⁷ ASSONIME, «Il Regolamento Consob in materia di informazioni non finanziarie: chiarimenti e questioni aperte», 22.

⁵⁹⁸ Art. 3, co. 10 del D. lgs. n. 254/2016.

⁵⁹⁹ Per la Commissione, infatti, “l'assenza di un obbligo di attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità, rispetto alla previsione dell'obbligo per il revisore legale di effettuare la revisione legale del bilancio sulla base di un incarico finalizzato ad acquisire un livello di ragionevole sicurezza, metterebbe a repentaglio la credibilità delle informazioni sulla sostenibilità comunicate e dunque non consentirebbe di soddisfare le esigenze degli utenti a cui tali informazioni sono destinate. Sebbene l'obiettivo sia prevedere un livello di attestazione analogo per l'informativa finanziaria e per la rendicontazione di sostenibilità, l'assenza di principi comuni per l'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità comporta il rischio di generare interpretazioni e aspettative divergenti riguardo all'oggetto delle attività svolte nell'ambito di un incarico finalizzato ad acquisire un livello di ragionevole sicurezza per le diverse categorie di informazioni sulla sostenibilità, soprattutto per quanto concerne la comunicazione di informazioni prospettive e qualitative”. Cfr. Considerando 60 della direttiva 2022/2464/UE.

dovrà adottare, mediante atti delegati⁶⁰⁰, specifici principi di attestazione, ai fini di garanzia di un livello di sicurezza limitato (*limited assurance*) in una fase iniziale, salvo poi, a seguito di una valutazione di fattibilità e secondo un approccio graduale, prevedere incarichi intesi a garantire un livello di sicurezza ragionevole (*reasonable assurance*)⁶⁰¹. Le verifiche dovranno riguardare: i) il rispetto delle procedure svolte dall'impresa per individuare le informazioni comunicate; ii) gli obblighi di marcatura secondo la tassonomia digitale; iii) gli obblighi di informativa previsti dall'art. 8 del regolamento Tassonomia⁶⁰².

La direttiva, inoltre, prevede sia la possibilità di conferire l'incarico al revisore incaricato della verifica del bilancio e della relazione sulla gestione, sia l'autorizzazione per gli Stati membri ad accreditare prestatori indipendenti di attestazioni di conformità delle informazioni sulla sostenibilità, che dovranno rispettare specifici requisiti introdotti dalla stessa direttiva CSRD⁶⁰³. Le ragioni di tali alternative risiedono nella volontà di ovviare al rischio di una ulteriore concentrazione

⁶⁰⁰ È comunque consentito agli Stati membri di applicare principi nazionali, procedure o requisiti nazionali in materia in attesa dell'adozione di principi a livello europeo. Cfr. il nuovo art. 26-*bis* della direttiva 2006/43/CE (direttiva *Audit*).

⁶⁰¹ Cfr. i considerando 60 e 69 nonché l'inserimento dell'art. 26-*bis* ("Principi di attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità") nella direttiva 2006/43/CE relativa alla revisione legale dei conti.

⁶⁰² Considerando 60 e art. 34, par. 1, secondo comma, lett. a *bis*).

Pertanto, la scelta della Commissione non è stata accolta positivamente da qualcuno che ha sottolineato come, dovendo la rendicontazione di sostenibilità essere contenuta nella relazione sulla gestione, sarebbe stato più naturale affidare ai revisori legali del bilancio di esercizi anche la verifica di conformità della relazione sulla sostenibilità. Diversamente, il collegamento tra le informazioni di sostenibilità e finanziarie verrebbe snaturato, trascurando la rilevanza che le tematiche ESG possono avere, ad esempio, sulla misurazione delle attività, delle passività, dei costi, dei ricavi, del valore degli *asset* e dei flussi di cassa. SALERNO, «L'«attestazione» delle comunicazioni degli impatti socio-ambientali dopo la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità», 14 s.

⁶⁰³ «Pertanto, tutti i prestatori indipendenti di servizi di attestazione della conformità dovrebbero essere soggetti a obblighi che siano equivalenti agli obblighi previsti dalla direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità e nel contempo adattati alle caratteristiche dei prestatori indipendenti di servizi di attestazione della conformità che non effettuano revisioni legali dei conti. In particolare, gli Stati membri dovrebbero stabilire disposizioni equivalenti in materia di formazione ed esame, formazione continua, sistemi di garanzia di qualità, deontologia professionale, indipendenza, obiettività, riservatezza e segreto professionale, designazione e revoca, organizzazione del lavoro dei prestatori indipendenti di servizi di attestazione della conformità, nonché in materia di indagini, sanzioni e segnalazione di irregolarità». Considerando 61, direttiva 2022/2464/UE.; Per gli specifici requisiti di professionalità, qualità ed indipendenza, Cfr. *Ibid*, considerando 65, considerando 78, art. 4; artt. 13 e 17 del D.lgs. n. 39/2010.

del mercato della revisione e di favorire la creazione “di un mercato della revisione più aperto e diversificato”⁶⁰⁴.

Per quanto attiene, nel dettaglio, alle tipologie di *assurance* previste, la direttiva CSRD sostanzialmente ribadisce la possibilità per il revisore di svolgere il proprio incarico, in attesa dei principi di attestazione preannunciati dalla direttiva, attraverso l'utilizzo dello *standard* di riferimento internazionale ISAE 3000. Immutato resta, quindi, anche il contenuto delle verifiche volte ad acquisire un livello di sicurezza limitato (*limited assurance*) ovvero un livello di sicurezza ragionevole (*reasonable assurance*).

Se si considera che, allo stato, principi dedicati in materia di revisione non sono ancora stati adottati dalla Commissione, verrebbe naturale sostenere che i revisori non dispongano di adeguati strumenti e criteri di riferimento, essendo in realtà numerosi i principi di revisione utilizzabili per la verifica dei rischi di errori e/o di frodi in relazione all'impatto dei fattori ESG⁶⁰⁵. Ci si potrebbe interrogare, quindi, su fino a che punto gli incarichi di *assurance* possano realmente rappresentare una garanzia di attendibilità delle informazioni contenute nel documento, senza rappresentare un semplice dato propagandistico da spendere fra gli *stakeholders*⁶⁰⁶.

In linea di massima, comunque, si può ritenere che le novità introdotte contribuiscano a creare un sistema certificativo che mira ad equiparare l'importanza

⁶⁰⁴ Considerando 61, direttiva 2022/2464/UE.

⁶⁰⁵ Primi fra tutti i principi elaborati dalle associazioni e ordini professionali congiuntamente al Ministero dell'economia e delle finanze e alla Consob, ai sensi dell'art. 11, co. 2 del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 (“Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE, (GU Serie Generale n.68 del 23-03-2010 - Suppl. Ordinario n. 58)”). Tali principi sono stati convenzionalmente definiti “principi di revisione internazionali” (ISA Italia). MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO), «Introduzione ai Principi di Revisione Internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n. 39», 2014, <https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/opencms/normativa/principiRevisione/elencoPrincipiInternazionali/>; Per ulteriori approfondimenti sul contenuto dei principi, si veda, MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO), «Elenco principi di revisione internazionali (ISA Italia)», s.d., <https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/opencms/normativa/principiRevisione/elencoPrincipiInternazionali/>; Per esemplificazioni su altri principi, G. GEMINIANI, «Gli ESG nella revisione dei bilanci di esercizio, in Sostenibilità aziendale. Impatto delle tematiche ESG nella gestione delle imprese e loro rendicontazione», *Il Sole 24 Ore*, novembre 2021, 41 ss.

⁶⁰⁶ SALERNO, «L'“attestazione” delle comunicazioni degli impatti socio-ambientali dopo la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità», 12.

della rendicontazione di sostenibilità a quella finanziaria, aprendo le porte ad una lettura sinergica delle due certificazioni e attribuendo pari rilievo nella funzione informativa al mercato e agli *stakeholders*⁶⁰⁷.

6. I poteri di vigilanza e le sanzioni.

Anche in tema di vigilanza e di sanzioni la direttiva NFRD si è limitata a richiedere agli Stati membri di istituire un sistema di sanzioni efficace a fronte della violazione dei doveri introdotti. Per tali ragioni, il Dlgs. n. 254/2016 ha disposto un articolato sistema sanzionatorio per il mancato adempimento del dovere di predisporre una dichiarazione conforme alle previsioni del decreto stesso e ha demandato l'accertamento e l'irrogazione delle suddette sanzioni alla Consob.

In particolare, l'art. 8 del decreto ha introdotto figure di illecito di natura amministrativa, che sono: il mancato deposito; il deposito ritardato (co. 1)⁶⁰⁸; l'omessa allegazione dell'attestazione del revisore (co. 2)⁶⁰⁹; la dichiarazione non conforme (co. 3)⁶¹⁰; la dichiarazione falsa (co. 4)⁶¹¹; il comportamento omissivo dei revisori (co. 5)⁶¹².

⁶⁰⁷ RESCIGNO, «Note sulle “regole” dell'impresa “sostenibile”. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità», 176.

⁶⁰⁸ Gli amministratori delle società che omettono di depositare le dichiarazioni individuali o consolidate presso il registro delle imprese nei termini previsti sono puniti con una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 ad euro 100.000. La sanzione è ridotta di un terzo nel caso di deposito entro i trenta giorni successivi. Cfr. art. 8, co. 1, Dlgs. n. 254/2016.

⁶⁰⁹ Si applica in questo caso la medesima sanzione di cui al comma 1. Cfr. art. 8, co. 2, Dlgs. n. 254/2016.

⁶¹⁰ Il deposito della dichiarazione non finanziaria non conforme agli articoli 3 e 4 del medesimo decreto impone agli amministratori della società una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 ad euro 100.000. La medesima sanzione si applica ai componenti dell'organo di controllo che, in violazione dei doveri di vigilanza *ex art. 3, co. 7*, omettono di riferire all'assemblea che la dichiarazione non è conforme a quanto prescritto dalla disciplina. Cfr. art. 8, co. 3, Dlgs. n. 254/2016.

⁶¹¹ Quando la dichiarazione individuale o consolidata di carattere non finanziario depositata presso il registro delle imprese contiene fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero ovvero omette fatti materiali rilevanti la cui informazione è prevista ai sensi degli articoli 3 e 4 del presente decreto, agli amministratori e ai componenti dell'organo di controllo dell'ente di interesse pubblico si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 50.000 ad euro 150.000. Cfr. art. 8, co. 4, Dlgs. n. 254/2016.

⁶¹² Al revisore legale che abbia omissso di verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione non finanziaria si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 ad euro 50.000. Nel caso, invece, di omessa verifica di conformità, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 ad euro 100.000. Cfr. art. 8, co. 5, Dlgs. n. 254/2016.

È interessante notare come di tali illeciti siano responsabili solamente gli organi societari di gestione e di controllo (nei casi di cui al co. 3 e al co. 4), ad esclusione di qualsiasi forma di responsabilità dell'ente stesso⁶¹³.

Al vertice della piramide punitiva non si può non rinvenire la figura sanzionatoria della dichiarazione non finanziaria falsa.

Il co. 4, infatti, accompagna la figura di illecito amministrativo con una clausola di sussidiarietà di carattere generico (“salvo che il fatto costituisca reato”), volta a far prevalere norma principale che tutela il bene giuridico con una fattispecie di reato⁶¹⁴. La figura di reato assorbente è rappresentata dalle false comunicazioni sociali di cui agli artt. 2621 c.c. (per le società non quotate) e 2622 c.c. (per la società quotate). Ai fini della sussistenza dell'incriminazioni di cui agli articoli precedenti, la dichiarazione non finanziaria deve, quindi, innanzitutto essere pacificamente considerata una vera e propria “comunicazione sociale”. La condotta tipica, poi, deve consistere nell'esposizione di “fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero” oppure nell'omissione di “fatti materiali rilevanti” la cui comunicazione sia imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale appartiene, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore. Pertanto, i fatti materiali rilevanti, a cui la norma fa riferimento, possono corrispondere ai requisiti minimi di contenuto della dichiarazione non finanziaria, previsti dall'art. 3, co. 2 del decreto legislativo. Appaiono, poi, ugualmente concepibili sia il dolo di ingiusto profitto nella psiche degli amministratori, stando nel proposito di sviluppare la considerazione e l'immagine della società presso la collettività, sia la capacità di tali false informazioni di indurre in errore i relativi destinatari quanto più sia divergente l'oggetto della comunicazione dalla reale situazione societaria⁶¹⁵.

I vizi propri della relazione sulla gestione, poi, potrebbero far sorgere una responsabilità civilistica (da risarcimento) per gli amministratori, qualora il comportamento degli stessi, doloso o colposo, abbia determinato una violazione dei principi di redazione, causando un danno al patrimonio sociale o un danno indiretto al patrimonio di terzi. In tale caso, considerata la novellata collocazione del *report* nella

⁶¹³ LENZI, «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie», 177.

⁶¹⁴ ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 65 ss.

⁶¹⁵ G. P. ACCINNI, «Rilevanza penale delle falsità nei cd. *Non financial statements?*», *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, fasc. 1 (2018): 48 ss.

relazione sulla gestione, si considerano applicabili i principi generali di cui agli artt. 2392 e 2395 c.c., cui si rimanda⁶¹⁶.

Su tale articolato sistema sanzionatorio vigilia la Consob, quale unica autorità responsabile⁶¹⁷.

La vigilanza attiene sia alla corretta pubblicazione delle dichiarazioni non finanziarie, sia al corretto svolgimento della verifica di conformità da parte dei revisori.

In relazione al primo profilo, alla Consob è riconosciuto il potere di richiedere modifiche o integrazioni della dichiarazione, fissando un termine per l'adeguamento. In caso di mancata ottemperanza alle richieste dell'autorità, si applica la disciplina delle sanzioni amministrative di cui all'articolo 8 (art. 9, co. 2 Dlgs. n. 254/2016).

Ai fini dell'espletamenti dei suddetti compiti di controllo, sono riconosciuti alla Consob, anche in questa sede, i poteri di cui all'art. 115, co.1, lett. a), b), c) del TUF (art. 9, co. 3, lett. b) Dlgs. n. 254/2016). Per cui, l'autorità può: i) richiedere la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità; ii) assumere notizie, anche audizione; iii) eseguire ispezioni, al fine di controllare i documenti aziendali e di acquisirne copia. Tali poteri si espletano nei confronti della società stessa, delle sue controllanti o controllate, dei componenti degli organi sociali, dei direttori generali, dei dirigenti preposti e degli alti dirigenti⁶¹⁸.

Nell'espletamento, invece, della funzione di accertamento e di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie, la Consob agisce secondo le previsioni degli artt. 194-*bis*, 195, 195-*bis* e 196-*bis* del TUF (art. 8, co. 6, D. lgs. n. 254/2016). Pertanto, nella determinazione dell'ammontare della sanzione pecuniaria, la Consob tiene conto di ogni circostanza rilevante ed in particolare di: i) la gravità e la durata della violazione; ii) il grado di responsabilità; iii) la capacità finanziaria del responsabile della violazione; iv) l'entità del vantaggio ottenuto o delle perdite evitate attraverso la violazione; v) i pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione; vi) il livello di cooperazione del responsabile della violazione con le Autorità competenti;

⁶¹⁶ BENVENUTO, «Il ruolo e le responsabilità degli organi sociali nel *Report* di sostenibilità».

⁶¹⁷ COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB), «Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», 11.

⁶¹⁸ ASSONIME, «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie», 68 s.

vii) la recidiva del soggetto responsabile della violazione; viii) le potenziali conseguenze sistemiche della violazione (art. 194-bis TUF).

Per quanto, infine, attiene alla seconda tipologia di vigilanza, la Consob può esercitare nei confronti dei revisori i poteri di cui all'articolo 22, co. 2, del D.lgs. n. 39/2010, (art. 9, co. 3, lett. a), D.lgs. n. 254/2016). Di conseguenza, può: i) richiedere la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti; ii) eseguire ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari; iii) richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione e procedere ad audizione personale, nei confronti di chiunque possa essere informato dei fatti⁶¹⁹.

7. Il valore del *report* di sostenibilità per le banche.

Si è già più volte ricordata la centralità nell'attuazione delle politiche governativa del settore finanziario ai fini della transizione. Da una parte, l'entità degli investimenti necessari richiede, infatti, l'apporto di risorse private, riconoscendo così l'importanza del ruolo dell'industria bancaria e finanziaria nella trasmissione dei flussi finanziari. Dall'altra, l'intensificarsi dei fenomeni meteorologici dovuti ai cambiamenti climatici implica un aumento della domanda di protezione attraverso l'utilizzo di strumenti assicurativi e di gestione del rischio. Non bisogna dimenticare che, in un sistema "bancocentrico" come quello europeo, gli enti creditizi giocano un ruolo dominante come intermediari finanziari, non facilmente sostituibili dal mercato. Questa dipendenza dal settore finanziario comporta, di conseguenza, da un lato un elevato rischio sistemico, dall'altro un utile strumento per il legislatore per influenzare l'allocazione del capitale.

Per tali ragioni, anche gli enti finanziari e, più specificamente, gli enti bancari devono meglio comprendere e affrontare i rischi climatici e ambientali che influenzano direttamente o indirettamente la propria attività, realizzando impatti rilevanti sui tradizionali rischi prudenziali (di credito, di mercato, operativo, di liquidità e

⁶¹⁹ *Ibid*, 70.

reputazionale)⁶²⁰. La maggior parte delle banche, infatti, persegue sempre di più politiche di investimenti sostenibili e integra le variabili ambientali, sociali e di *governance* nel proprio modello di *business*, così conformandosi alla recente legislazione bancaria⁶²¹.

Per supportare gli enti creditizi e assicurativi nella previsione e gestione del rischio di sostenibilità, soprattutto in considerazione delle loro particolari attività aziendali di prestito, di investimento, di sottoscrizione assicurativa e di gestione patrimoniale l'Allegato 1 della Comunicazione della Commissione europea del 2019 fornisce informazioni aggiuntive. Ad esempio, quindi, il contenuto dell'informativa non finanziaria va integrato con specificazioni sulle modalità con cui l'ente considera se le controparti contrattuali tengono conto dei rischi e delle opportunità legate al clima. In tema, poi, di politiche e procedure di dovuta diligenza, le banche devono anche comunicare i portafogli di investimento e di prestito che contribuiscono alla mitigazione dei cambiamenti climatici oppure, ancora, in quale modo le questioni climatiche sono considerate delle determinanti del valore nel processo decisionale di investimento dell'ente finanziario⁶²².

Da qui, il collegamento con le indicazioni sulla gestione dei rischi, facendo esplicito riferimento a come il rischio climatico viene preso in considerazione nei processi di gestione dei rischi (comprese le prove di *stress test* interne), sia in ambito reputazionale, sia in relazione alle attività di prestito, di investimento e assicurativa. In questo senso, pertanto, è evidente che il reale grado di *compliance* che ci si aspetta dalle banche supera la semplice adozione di politiche di consumo di energia virtuose, richiedendo l'analisi dei comportamenti e delle situazioni proprie delle imprese finanziate o assicurate e degli emittenti di strumenti finanziari in cui l'ente intende investire.

Volendo solamente accennare alla legislazione segnatamente bancaria (oggetto del prossimo capitolo dell'elaborato) per fini di completezza espositiva, l'art. 449a reg.

⁶²⁰ A. FIORINA ET AL., «L'evoluzione dell'informativa *climate-related* nelle relazioni finanziarie 2021 delle società quotate in Italia», *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 1 (2023): 27.

⁶²¹ LINCiano ET AL., «La finanza per lo sviluppo sostenibile», 12 ss.; CONSOB, «Report on non-financial reporting of Italian listed companies», 2021, 20 ss., <https://www.consob.it/documents/1912911/1920109/rmf2021.pdf/510ff9c1-4709-19be-de38-f91d0e9a6586>.

⁶²² *Ibid*, 21 ss.

2019/876/UE (*Capital Requirements Regulation II*, c.d. CRR II)⁶²³, infatti, stabilisce che, a partire dal 28 giugno 2022, i grandi enti (le banche, per quanto di nostro interesse) che scambiano titoli su mercati regolamentati di Stati membri e che sono obbligati a pubblicare la dichiarazione non finanziaria, “pubblicano informazioni relative ai rischi ambientali, sociali e di *governance*, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione”. La norma, allineandosi sostanzialmente ai requisiti di trasparenza di cui al c.d. Terzo Pilastro di Basilea III, ribadisce gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità per le banche, integrandoli con la considerazione dei rischi fisici e di transizione in materia ESG⁶²⁴. Ancora, il reg. 2022/2453/UE elaborato dall’EBA, che modifica il reg. 2021/637/UE di esecuzione del CRR II, introduce alcuni modelli, flessibili alle particolarità delle imprese, per la rendicontazione di sostenibilità e ripete le informazioni quali-quantitative e gli indicatori di *performance* da pubblicare.

Tale disciplina intende, innanzitutto, affrontare la poca efficacia e comparabilità tra le relazioni sulla sostenibilità, costruendo criteri redazionali univoci e modelli armonizzati. In secondo luogo, si evidenzia così anche il collegamento esistente tra la rendicontazione ESG e la vigilanza sul mercato e sugli istituti di credito. Ai fini, infatti, di una corretta vigilanza sugli stessi, sono necessarie informazioni chiare, complete, veritiere e comparabili: se agli enti creditizi venisse lasciata la possibilità di far uso di *standards* e modelli differenti, con eccessiva flessibilità, sorgerebbe il rischio che le informazioni pubblicate siano assolutamente non “trasparenti”⁶²⁵. A sostegno di questa tesi, vi sono i numerosi interventi normativi in tema di *disclosure* dei prodotti finanziari, di analisi del merito creditizio integrato da aspetti di sostenibilità, di profilazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti, nonché dalle aspettative di vigilanza in tema di gestione dei rischi climatici e ambientali emanate dalla BCE e dalla Banca d’Italia. Di questi obblighi informativi specifici del settore finanziario si occuperà il terzo capitolo del presente elaborato.

Si segnala, da ultimo, in tema di vigilanza e controlli, l’avvio di una consultazione su una serie di bozze di linee guida sull’applicazione delle informazioni

⁶²³ Per un’analisi approfondita della disciplina prudenziale, *infra* cap. 3.

⁶²⁴ STABILE, «Gli standard di rendicontazione tra Dichiarazione Non Finanziaria e “informazioni sulla sostenibilità”», 17 ss.

⁶²⁵ M. E. BARTH - K. SCHIPPER, «Financial Reporting Transparency», *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 23, fasc. 2 (2008): 173 ss, https://doi.org/10.1177/0148558X0802300203open_in_new.

sulla sostenibilità da parte dell'ESMA⁶²⁶. In forza del mandato affidatole dalla direttiva CSRD⁶²⁷, le linee guida proposte sono indirizzate alle società quotate tenute, appunto, a pubblicare le informazioni di sostenibilità ai sensi della CSRD e dell'art. 8 del regolamento Tassonomia ed intendono garantire che le autorità nazionali competenti effettuino in modo coerente e con solidi approcci la vigilanza sulle suddette informazioni⁶²⁸. Secondo l'ESMA, infatti, affinché venga sostenuta la connessione tra le informazioni finanziarie e di sostenibilità, di cui la direttiva CSRD si fa promotrice⁶²⁹, l'approccio alla vigilanza sul documento di sostenibilità deve essere coerente ed implementato. Tale consultazione terminerà il prossimo 15 marzo 2024 e le linee guida saranno pubblicate nel terzo trimestre dello stesso anno.

Pertanto, differenze sussistono tra le banche e gli altri emittenti, entrambi tenuti alla rendicontazione di sostenibilità secondo la direttiva NFRD, prima, e la direttiva CSRD, poi, dal momento che le società quotate non godono di indicazioni precise e vincolanti, tanto quanto le banche, né tantomeno erano obbligati, fino all'entrata in vigore della direttiva CSRD, ad un unico modello di rendicontazione.

La particolare attenzione riservata al settore creditizio, lo si ricorda, deriva dalla centralità della posizione ricoperta dallo stesso. Le banche, peraltro, come più volte evidenziato dalla Commissione, sono promotrici del cambiamento perché in grado di veicolare il flusso di capitali verso una transizione sostenibile, ma d'altro canto, risentono particolarmente dell'impatto che i cambiamenti climatici possono avere sull'attività creditizia e non solo.

⁶²⁶ ESMA, «Consultation Paper - Draft Guidelines on Enforcement of Sustainability Information», 15 dicembre 2023, <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-guidelines-enforcement-sustainability-information>; «Linee guida ESMA sulle informazioni sulla sostenibilità», [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it/art/linee-guida-esma-sulle-informazioni-sulla-sostenibilita/), 20 dicembre 2023, <https://www.dirittobancario.it/art/linee-guida-esma-sulle-informazioni-sulla-sostenibilita/>.

⁶²⁷ Il nuovo articolo 28-*quinquies* della direttiva *Transparency*, rubricato “Orientamenti dell'ESMA”, stabilisce che “previa consultazione dell'Agenzia europea dell'ambiente e dell'Agenzia dell'Unione europea per i diritti fondamentali, l'ESMA formula orientamenti in conformità dell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1095/2010 sul controllo della rendicontazione di sostenibilità da parte delle autorità nazionali competenti”.

⁶²⁸ A tal fine, l'ESMA intende adattare le sue *Guidelines on Enforcement of Financial Information* (GLEFI) alla supervisione richiesta in tema di sostenibilità, così elaborando una serie di linee guida (GLESI) che siano il più possibile allineate alle GLEFI, in modo da garantire che l'applicazione delle informazioni sulla sostenibilità sia coerente con le informazioni finanziarie e poste ad uno stesso livello. Cfr. ESMA, «Consultation Paper - Draft Guidelines on Enforcement of Sustainability Information», 6.

⁶²⁹ Considerando 37, ma anche 57 e 61 della direttiva 2022/2464/UE.

Come precisato dall'ABI⁶³⁰, poi, gli enti creditizi ricoprono un doppio ruolo, sia come imprese tenute a pubblicare la propria DNF, sia come “utilizzatori” delle informazioni presenti nelle DNF degli altri soggetti, cui la banca deve far riferimento per ottemperare alle richieste normative in tema di finanza sostenibile. Dalle rilevazioni del *report* ABI emerge una progressiva, sostanziale presenza dei fattori ESG nel *business*, che permette di valutare le opportunità ed i rischi connessi alla sostenibilità delle controparti, così da accompagnare la clientela nel percorso di transizione. Si assiste, inoltre, ad un'integrazione nella *governance* e nell'organizzazione delle banche, attraverso lo sviluppo di comitati endoconsiliari e *team* interni cui vengono affidati compiti di gestione e prevenzione dei rischi climatici ed ambientali⁶³¹.

Tuttavia, le novità in tema di obblighi informativi introdotti dalla direttiva CSRD impongono nuove sfide per le banche⁶³².

È innanzitutto necessario rafforzare le qualità dei dati e delle informazioni da divulgare, anche su elementi previsionali (ad esempio piani di decarbonizzazione), ai fini di una reale equiparazione del processo di rendicontazione non finanziaria a quello finanziario. A tal fine, le banche devono lavorare sulle strutture organizzative e di *governance*, rafforzare il processo di rendicontazione ed i sistemi informativi e potenziare il sistema di controllo interno sul *reporting* di sostenibilità.

Quanto detto risulta di non facile realizzazione se si ricorda che tra gli ESRS, pubblicati dall'EFRAG e adottati dalla Commissione, non si rinvencono ancora dati *Sector-Specific* per il settore finanziario, considerato non prioritario allo stato attuale. Tali *standards* dovrebbero essere inseriti nel *set* entro la fine del 2024.

La CSRD, poi, prevede che la relazione sulla gestione faccia menzione anche dei principali effetti negativi, anche solo potenziali, connessi alle operazioni dell'impresa e alla sua *value chain*. Le banche incontrano, tuttavia, difficoltà nella

⁶³⁰ ABI, «Rilevazione BusinEsSG - DNF 2020, Integrazione della dimensione Esg nel business bancario: focus su reporting non finanziario», Sintesi, novembre 2020, <https://www.abi.it/mercati/responsabilita-sociale-dimpresa/banche-e-csr/?LinkFrom=Consumatori/ordina>.

⁶³¹ L. DONATO, «La lunga marcia dei fattori Esg. Tra regolamentazione e mercato.», *Bancaria*, fasc. 3 (2022): 39.

⁶³² E. FLOR, «Informazioni di sostenibilità e mercato del credito» (Forum Assonime Report di Sostenibilità, Roma, 10 marzo 2023), https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

raccolta delle informazioni da imprese o altri soggetti comunque non controllati dall'impresa obbligata al *reporting* (non rientranti, quindi, nel *report* consolidato di sostenibilità). Vi è, poi, l'incognita del significato che “catena di valore” assume per le banche, dedite a numerose e diversificate attività. Sul tema si attende la pubblicazione da parte della Commissione di linee guida, che possano evitare il rischio di *information overload* in grado di pregiudicare l'utilità del *report* di sostenibilità non solo verso gli utilizzatori meno padroni della disciplina, ma anche verso gli investitori istituzionali ed i *rating providers*⁶³³.

⁶³³ *Ibid.*; RESCIGNO, «Note sulle “regole” dell'impresa “sostenibile”. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità», 161.

III

Sostenibilità e trasparenza bancaria: obblighi di *disclosure*, responsabilità e *leadership* nel cambiamento.

SOMMARIO: 1. Il nuovo approccio prudenziale nell’ottica della sostenibilità. – 2. La legislazione bancaria in tema di vigilanza e di rischi di sostenibilità. – 3. Gli ulteriori obblighi di *disclosure* di sostenibilità per le banche. – 3.1. La trasparenza sui prodotti finanziari in materia di sostenibilità: *Sustainable Finance Disclosure Regulation* e i tentativi di categorizzazione degli *standards* tecnici regolamentari. – 3.2. La considerazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nel processo di valutazione di adeguatezza dell’offerta: la revisione della MiFID II. – 4. Strumenti a sostegno delle imprese nella transizione eco-sostenibile: il credito bancario e gli *European Green Bonds*. – 4.1. L’integrazione della sostenibilità nell’analisi del merito creditizio. – 4.2. I requisiti di classificazione di un’“obbligazione verde europea” secondo il nuovo regolamento “*Green Bond*”. – 5. L’ipotesi di applicazione di specifici requisiti patrimoniali *green* c.d. differenziati. – 6. Lo stato dell’arte: l’inadeguatezza del sistema finanziario a guidare un’efficace transizione sostenibile.

1. Il nuovo approccio prudenziale nell’ottica della sostenibilità.

La regolamentazione finanziaria, in particolare quella bancaria, ha affrontato negli ultimi venticinque anni un processo di profonda revisione dei suoi aspetti principali, a causa dell’accresciuta complessità dei mercati e degli episodi di crisi che hanno colpito i sistemi finanziari di diverse giurisdizioni. Tali cambiamenti hanno interessato sia la filosofia di fondo delle regole bancarie, sia i modelli di *governance*

che ne consentono la produzione, a causa dei limiti che la Grande Crisi Finanziaria del 2008⁶³⁴ ha messo in evidenza.

La crisi dei gruppi bancari statunitensi e la sua rapida diffusione in Europa, dovuta alle implicazioni sistemiche derivate dalla rilevanza economica delle banche operanti a livello transfrontaliero (“*too big to fail*”), ha richiesto un intervento normativo armonizzato, nella consapevolezza che il *default* di un gruppo bancario può comportare dannose ripercussioni sulle economie nazionali per effetto dell’intervento di fondi pubblici (“*bail-out*”) utilizzati per il salvataggio⁶³⁵.

La Relazione *de Larosière*⁶³⁶ definiva la *governance* societaria delle banche e degli intermediari finanziari “uno dei fallimenti più palesi rivelati dalla crisi attuale”⁶³⁷, sottolineando che la scarsa preparazione dei cda ed i sistemi di remunerazione e di incentivazione esistenti al tempo avevano contribuito alla propagazione della crisi tra gli Stati membri. Secondo la Relazione, inoltre, il contesto storico-giuridico successivo alla crisi evidenziava una significativa tendenza, da una parte, alla “moltiplicazione ed ispessimento delle *regulations*”, dall’altra, al “neointerventismo degli Stati”⁶³⁸.

In questo contesto, l’Unione bancaria diviene la sintesi del *framework* istituzionale e normativo sulla necessità di accentramento delle funzioni di vigilanza prudenziale e della gestione delle crisi bancarie, fondandosi su tre pilastri: a) un sistema unico di vigilanza europeo (*Single Supervisory Mechanism, SSM*); b) un sistema unico di risoluzione della crisi (*Single Resolution Mechanism, SRM*), sostenuto da un Fondo

⁶³⁴ Sulla crisi finanziaria, fra gli altri, B. RAGANELLI, *Frontiere di diritto pubblico dell’economia. Concorrenza, regolamentazione, vigilanza e tutela* (CEDAM, 2019), 156 ss.; F. CAPRIGLIONE, «La finanza come fenomeno di dimensione internazionale», in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II (CEDAM, 2019), 76 ss.

⁶³⁵ E. RICCIARDIELLO, «I più recenti sviluppi della disciplina comunitaria: i tre pilastri dell’Unione bancaria», in *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, II (il Mulino, 2023).

⁶³⁶ Si tratta della relazione elaborata dall’*High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, presieduto da Jacques de Larosière ed istituito dalla Commissione europea ad ottobre 2008 per formulare proposte relative alla creazione di un quadro europeo di vigilanza delle istituzioni finanziarie internazionali. La Relazione è stata trasmessa alla Commissione il 25 febbraio 2009. Cfr. «High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière», *Report* (Bruxelles, 25 febbraio 2009), https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_it.pdf.

⁶³⁷ *Ibid*, 33.

⁶³⁸ S. AMOROSINO, «Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell’economia», *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. II (2016): 19 ss.; così anche I. VISCO, «Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide», *Moneta e Credito* 71, fasc. 282 (2018): 104 ss., http://dx.doi.org/10.13133/2037-3651_71.282_1.

unico di risoluzione (*Single Resolution Fund*, SRF); c) un sistema unico di garanzia depositi⁶³⁹. La realizzazione di questo *framework* si fonda sulla creazione di nuove autorità istituzionali e sull'introduzione di un “*single rulebook*” o “cod.banc.eu”, ossia un insieme di regole, sia di rango primario sia di rango secondario⁶⁴⁰.

È noto che, ad oggi, il settore bancario è uno dei rami dell'economia soggetto, in quasi ogni paese del mondo, ad una “*heavy 'sector-specific' regulation (and supervision)*”⁶⁴¹.

La regolamentazione finanziaria, infatti, interviene prevedendo specifici obblighi o divieti comportamentali degli intermediari per ottenere determinati risultati, che, tuttavia, non risultano fissati in modo definitivo a causa del carattere dinamico e rapidamente evolutivo delle condizioni economiche e sociali. In linea di massima, la regolamentazione finanziaria intende preservare: la stabilità del sistema bancario, minacciato da esternalità negative nella forma di “insolvenze contagiose” o “*bank failure spill-over effects*”⁶⁴²; la stabilità del mercato di capitali, perturbato da una brusca e ampia fluttuazione dei prezzi degli strumenti finanziari scambiati sullo stesso o dal fallimenti degli intermediari che offrono servizi di investimento; infine, la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, minacciato dalla possibilità di crisi sistemiche dovute dall'eccessiva assunzione di rischi da parte dei conglomerati finanziari. Ulteriore è rappresentato dalla protezione degli investitori, potenziali o

⁶³⁹ Per una lettura approfondita sull'evoluzione della legislazione bancaria, si veda G. BELTRAMME, «L'evoluzione dell'attività di supervisione bancaria», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento n. 2 al n. 1 (2022): 4–28.; A. BROZZETTI, «Il diritto europeo della banca e della finanza tra passato e futuro», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. 1 (2023): 35 ss.; A. GIANNINI - G. GIBILARO, «L'evoluzione storica della vigilanza in Italia dal XIX secolo alla Banking Union», *Bancaria*, fasc. 7/8 (2016): 38–47.

⁶⁴⁰ E. RICCIARDIELLO, «I più recenti sviluppi della disciplina comunitaria: i tre pilastri dell'Unione bancaria»; C. V. GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, vol. I (Palgrave Macmillan, 2023), 241 ss.

⁶⁴¹ C. V. GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 3.; Lo stesso Kane ricordava che “*on average, across the world, the financial sector (and in particular the banking industry) is probably more closely regulated than any other segment of the private economy*”. E. J. KANE, «Competitive Financial Regulation: An International Perspective», in *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press (Cambridge, United Kingdom: R. Portes - A. K. Swoboda, 1987), 111.

⁶⁴² Si intende così spezzare la correlazione esistente tra le grandi società bancarie e la molteplicità dei rapporti incrociati (“*too interconnected to fail*”).

reali, tipicamente sofferenti di un'asimmetria informativa e limitate capacità di negoziazione rispetto ai *providers*⁶⁴³.

In particolare, per quanto rileva in questa sede, si ricorda che il c.d. codice bancario si fonda su due fondamentali atti legislativi, emanati nel giugno 2013: il c.d. *Capital Requirements Regulation (CRR)*⁶⁴⁴ e la c.d. *Capital Requirements Directive (CRD4)*⁶⁴⁵. Entrambi sono stati, poi, modificati dal c.d. *new banking package* del 20 maggio 2019, costituito, fra l'altro, dal c.d. *CRR2*⁶⁴⁶ e dalla c.d. *CRD5*⁶⁴⁷, per effetto del quale la sostenibilità viene agganciata alla legislazione bancaria in tema di requisiti e vigilanza prudenziali⁶⁴⁸.

La *ratio* sottesa al codice bancario europeo è quella di riconoscere e gestire il problema della rilevanza potenzialmente sistemica di eventuali problemi nella *corporate governance* bancaria. In tal senso, il considerando 53 della sopracitata direttiva CRD4 evidenzia che “le carenze del governo societario in una serie di enti hanno contribuito ad un’assunzione di rischio eccessiva e imprudente nel settore bancario che ha portato al fallimento di singoli enti e a problemi sistemici negli Stati membri e a livello mondiale”. Per tali ragioni, “per far fronte all’effetto dannoso che

⁶⁴³ GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 14 ss.

⁶⁴⁴ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, OJ L 176, 27 giugno 2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=celex:32013R0575>.

⁶⁴⁵ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, OJ L 176, 27 giugno 2013, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>.

⁶⁴⁶ Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012, OJ L 150, 7 giugno 2019, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX%3A32019R0876>.

⁶⁴⁷ Direttiva (UE) 2019/878 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale, OJ L 150, 7 giugno 2019, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32019L0878>.

⁶⁴⁸ Dell'introduzione della sostenibilità nella disciplina prudenziale si dirà nel paragrafo successivo.

dispositivi di governo societario mal concepiti possono avere su una gestione del rischio sana, è opportuno che gli Stati membri introducano principi e norme volti ad assicurare una sorveglianza efficace da parte dell'organo di gestione, a promuovere una cultura del rischio sana a tutti i livelli degli enti creditizi e delle imprese di investimento e a consentire alle autorità competenti di monitorare l'adeguatezza dei dispositivi interni di *governance*⁶⁴⁹. La crisi finanziaria, evidentemente, ha comportato il superamento della concezione di vigilanza micro-prudenziale, intesa a “vigilare e limitare la difficoltà dei singoli istituti finanziari”, a favore della macro-prudenziale, avente l'obiettivo di “limitare le difficoltà del sistema finanziario nel suo complesso per tutelare l'economia in generale contro perdite significative in termini di prodotto reale”⁶⁵⁰.

Quest'approccio tipicamente re-attivo, fondato sulla logica di gestione del “deteriorato in essere” del legislatore europeo è stato progressivamente abbandonato a favore di una logica pro-attiva di gestione del rischio di credito, adesso inclusivo del e influenzato dal concetto di sostenibilità. L'affermazione trova le sue fondamenta, innanzitutto, nel Piano d'Azione del 2018 della Commissione europea, dal quale si evince un ripensamento a monte dello scopo dell'impresa e dei doveri gestori dell'attività della stessa al fine della sostenibilità⁶⁵¹.

⁶⁴⁹ Considerando 54, direttiva CRD4.

⁶⁵⁰ «High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière», 41.; F. CANNATA - G. MANZELLI, «Le sfide della regolamentazione bancaria nell'attuale contesto di mercato», *Bancaria*, fasc. 6 (2023): 2.; Peraltro, il Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria di Banca d'Italia ricordava nel 2014 che “la vigilanza non è più solo micro ma anche macro-prudenziale, volta a presidiare i rischi di natura sistemica, l'interconnessione tra intermediari, l'esposizione a fattori comuni di rischio. Le regole e i controlli non sono più attenti solo ai profili che attengono direttamente alla sana e prudente gestione delle banche, ma anche ai temi dell'integrità dell'attività bancaria e della trasparenza e correttezza delle relazioni con i clienti, presupposti imprescindibili – come ha anche dimostrato la crisi finanziaria – per garantire la stabilità e la fiducia nel sistema finanziario. Lo stesso concetto di “sana e prudente gestione delle banche” viene ora, più che in passato, preso in considerazione sotto molteplici profili, prevedendo - accanto a regole su patrimonio, rischi, liquidità - presidi più incisivi su *governance*, organizzazione e controlli interni, remunerazioni”. C. BARBAGALLO, «La vigilanza bancaria tra presente e futuro» (Vigilanza bancaria e correttezza nelle relazioni con la clientela, Università Luiss Guido Carli, Roma, 2014), 4, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2014/barbagallo_230114.pdf.

⁶⁵¹ V. FORLENZA, «La conformazione della *corporate governance* bancaria nel contesto della transizione ecologica», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2022): 206.

Successivamente, nel dicembre 2019, l’Autorità bancaria europea (ABE) ha pubblicato un suo Piano d’Azione per la finanza sostenibile⁶⁵², in cui si sottolinea la necessità di implementare un adeguato sistema di monitoraggio per la valutazione dei rischi ambientali e metodologie comuni per valutare l’effetto degli scenari economici sulla posizione finanziaria degli operatori⁶⁵³. Coerentemente al nuovo approccio proattivo, l’ABE intende richiedere alle istituzioni finanziarie di misurare e di monitorare le proprie esposizioni ai nuovi rischi finanziari legati all’influenza dei cambiamenti climatici sulle aspettative dell’impresa, in modo da gestire i rischi di “insostenibilità” finanziaria della controparte in una fase prodromica e anteriore a quella rimediabile⁶⁵⁴.

L’integrazione dei fattori ESG impatta tutte le aree di attività tipiche degli enti creditizi, considerata la complessità del contesto in cui essi operano⁶⁵⁵. Si sono già visti i risvolti in termini di rendicontazione ed organizzazione societaria. Si è accennato e meglio si dirà, invece, dell’inclusione dell’analisi dei rischi di sostenibilità secondo gli obblighi di vigilanza prudenziale (§2.). Copiosi obblighi di trasparenza, sono previsti in relazione alle caratteristiche di investimenti “sostenibili” (§3.1.), alla considerazione delle preferenze di sostenibilità della clientela nella fase di profilazione (§3.2.), all’inclusione della sostenibilità nel merito creditizio della controparte (4.1.), e, infine, all’emissione e diffusione di *bonds* qualificabili come *green* (§4.2.).

2. La legislazione bancaria in tema di vigilanza e di rischi di sostenibilità.

Parte della legislazione unionale bancaria è costituita da un insieme di norme di diritto finanziario intese a garantire la stabilità del sistema bancario europeo, attraverso regole micro e macro-prudenziali e di supervisione prudenziale degli enti creditizi⁶⁵⁶. In particolare, le regole di vigilanza prudenziale hanno per oggetto: l’adeguatezza

⁶⁵² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA Action Plan on Sustainable Finance», 6 dicembre 2019.

⁶⁵³ F. VELLA - G. BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, II (il Mulino, 2023), 71 s.

⁶⁵⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA Action Plan on Sustainable Finance», 4.

⁶⁵⁵ M. LA TORRE, «Banche e finanza sostenibile: per un business model Esg-oriented», *Bancaria*, fasc. 5 (2022): 2–25.; A. M. PANCALLO, «Fattori ESG e governance bancaria», *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2022): 219.

⁶⁵⁶ GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 206.

patrimoniale; la concertazione dei rischi; l'organizzazione e i controlli interni; le partecipazioni detenibili dagli enti creditizi stessi⁶⁵⁷.

La disciplina europea di natura prudenziale riflette l'impostazione degli accordi di Basilea⁶⁵⁸ (1, del 1988; 2, del 2006; 3, del 2009; ed in attesa di un quarto). Il più rilevante è il secondo, che ha definito le linee direttive della vigilanza bancaria, articolandola nei c.d. "tre pilastri", costituiti da: a) requisiti patrimoniali quantitativi minimi, ossia gli accantonamenti patrimoniali obbligatori che ogni intermediario deve possedere ai fini della gestione dei rischi c.d. "regolamentari" (rischio di credito, rischio di controparte, rischio di mercato e rischio operativo), che le banche possono calcolare usufruendo di un approccio standardizzato oppure di modelli interni; b) norme per il controllo dei rischi, che implicano l'adozione di un processo di valutazione dei rischi e di controllo sull'adeguatezza patrimoniale (*Supervisory Review Process*, SRP)⁶⁵⁹; c) controlli di mercato, ovvero l'imposizione di regole di

⁶⁵⁷ C. BRESCIA MORRA, «Le forme della vigilanza», in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II (Cedam, 2019), 153.

⁶⁵⁸ Il Comitato di Basilea è un organo di coordinamento internazionale, nato nel 1974 per iniziativa del c.d. Gruppi dei Dieci per gestire la crisi di una banca tedesca, Herstatt Bank, che coinvolge gli intermediari di numerosi paesi e che metteva in evidenza i rischi generati dall'esercizio di un'attività bancaria privo di regole comuni. L'organo, oggi composto da rappresentanti di banche centrali e da organismi di vigilanza bancaria di circa trenta paesi, è deputato ad emanare *standards* da declinarsi nei vari ordinamenti, dapprima al fine di gestire i rischi legati ad attività *cross-border*, poi per diffondere regole uniformi in grado di garantire un livello minimo di parità regolamentare a livello globale. Le regole di Basilea non hanno valore cogente, ma, appunto, necessitano di un recepimento da parte dell'ordinamento. Perciò, l'efficacia delle stesse trova fondamento nella reputazione del Comitato e nella pressione dei pari e del mercato nei confronti dei legislatori nazionali. L. F. SIGNORINI, «Le banche e gli anni di Basilea III» (53a Giornata del Credito, Scuderie di Palazzo Altieri, Roma, 2021), 5 s.

⁶⁵⁹ Nell'ambito unionale, il Sistema Unico di Vigilanza (SSM), costituito dalle autorità di Vigilanza nazionali e dalla BCE, stabilisce il processo integrato di supervisione e gestione dei rischi di liquidità e di capitale complessivamente assunti dalla banca. Tale processo integrato, appunto, si articola in due fasi. La prima è rappresentata dalla determinazione dell'adeguatezza patrimoniale (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*, ICAAP), spettante alle banche che effettuano un'autonoma valutazione della propria adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, in considerazione dei rischi assunti e delle strategie aziendali. La seconda, invece, è costituita dal processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP), di competenza dell'autorità di vigilanza, che deve riesaminare l'ICAAP e formulare un giudizio complessivo sulla banca, attivando, se dal caso, misure correttive. Il 9 novembre 2018, poi, la BCE ha pubblicato una Guida sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP), che rappresenta uno strumento volto ad individuare e a controllare il rischio di liquidità per gli enti creditizi tenuti a rappresentare e a monitorare il c.d. *funding plan*. VELLA - BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, 281 ss.; BANCA CENTRALE EUROPEA, «Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP)», novembre 2018, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ilaap_guide_201811.it.pdf.

trasparenza, in materia di rischio di capitale e di liquidità, che permettano al primo di apprezzare la solidità della banca⁶⁶⁰.

Le riforme succedutesi negli anni, che ad oggi vanno sotto il nome collettivo di Basilea III, hanno comportato un significativo rafforzamento del patrimonio e della liquidità delle banche, accrescendo la fiducia del mercato nella loro solidità e nella loro capacità di assorbire *shock* economici. Il completamento del lavoro del Comitato, tuttavia, si avrà, da ultimo, con l'adozione della proposta "pacchetto CRR3-CRD6", di cui si dirà a breve.

Un contributo fondamentale alla promozione dell'adozione delle regole di Basilea proviene dalle banche centrali. Queste ultime, infatti, anche in una fase delicata di crisi generalizzata dovuta all'emergenza sanitaria causata dalla diffusione del Covid-19, hanno prontamente adottato una serie di provvedimenti attinenti perlopiù al secondo e al terzo pilastro della vigilanza bancaria e aventi l'obiettivo di conservare la capacità delle banche di erogare finanziamenti, senza metterne a rischio la stabilità finanziaria, in ragione dell'importante ruolo sociale loro riconosciuto di sostegno ad imprese e famiglie⁶⁶¹. Decisivo risulta il ruolo delle banche centrali e delle autorità di vigilanza anche nel tentativo, inizialmente discusso⁶⁶², di "rendere più verde"

In questo ambito la Circolare di Banca d'Italia n. 285/2013, Parte Prima III.1.2. prevede in capo all'Autorità poteri di conformazione dell'organizzazione dei processi di gestione del rischio molto incisivi, dal momento che la c.d. SREP *decision* può arrivare a fornire misure correttive rispetto a quelle assunte dagli amministratori. BANCA D'ITALIA, «Disposizioni di vigilanza per le banche - Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013», <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Circ.-285-Testo-integrale-al-44-aggto.pdf>; Secondo qualcuno, si potrebbe anche parlare di imputazione della responsabilità per gli atti di gestione anche all'Autorità di Vigilanza. Cfr. G. GUIZZI, «Appunti in tema di interesse sociale e *governance* nelle società bancarie», *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, fasc. 2 (2017): 267 s.

⁶⁶⁰ VELLA - BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, 261.; L. F. SIGNORINI, «Le banche e gli anni di Basilea III» (53a Giornata del Credito, Scuderie di Palazzo Altieri, Roma, 2021), 6.; LENER - LUCANTONI, «Sostenibilità ESG e attività bancaria», 14 s.

⁶⁶¹ D. FOÀ, «Il ruolo della vigilanza bancaria nel fronteggiare i rischi legati alla pandemia da Covid-19», *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2 (2020): 79 s.

⁶⁶² "A potential role of central banks in promoting sustainability in the financial system and "greening" the economy is more contentious, not least because of the possibility of distorting effects that direct interventions into the market aimed at "greening" the economy might have, but also due to potential conflicts with the central banks' primary goals. It therefore is essential that a potential supporting role of central banks is covered by their mandates". S. DIKAU - U. VOLZ, «Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance», *Ecological Economics* 184 (giugno 2021): 2, <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>.

l'economia⁶⁶³. L'integrazione, infatti, dei fattori ESG nel *core framework* delle banche centrali risulta necessaria, non solo per salvaguardare con efficacia e successo la stabilità del sistema finanziario e dei prezzi, ma anche per i mandati che non fanno specifico riferimento alla sostenibilità⁶⁶⁴. Per cui, le banche centrali si trovano a svolgere compiti con una funzione "a più dimensioni", che ha implicato lo sviluppo di strumenti innovativi, sia nel campo della politica monetaria⁶⁶⁵, sia in quello della vigilanza prudenziale. Pertanto, dal 2019 la Banca d'Italia ha avviato un processo di integrazione dei criteri di sostenibilità nella propria politica di investimento finanziario, al fine di migliorare la gestione dei rischi finanziari e reputazionali connessi a quelli di sostenibilità e, più in generale, al fine di segnalare il proprio impegno verso una crescita sostenibile⁶⁶⁶.

Prima di procedere all'analisi delle novità legislative in materia prudenziale, risulta necessario definire brevemente l'influenza che il rischio di sostenibilità esercita sul più ampio quadro rischi cui le banche risultano tradizionalmente esposte⁶⁶⁷.

I fattori ESG condizionano gli enti creditizi sotto un duplice aspetto. Innanzitutto, incidono sullo scopo, sull'oggetto, sulle informazioni fornite, sui rischi che gestiscono e, quindi, in generale sulla regolazione prudenziale. In secondo luogo,

⁶⁶³ Ne è conferma la creazione del *Network for Greening the Financial System* (NGFS), un *network* internazionale per il coordinamento degli obiettivi e per la definizione di linee comuni. Banca d'Italia, la BCE, l'ABE, l'ESMA e l'EIOPA ne fanno parte. Cfr. NGFS, «Origin and Purpose», About us, <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>.

⁶⁶⁴ DIKAU - VOLZ, «Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance», 19.

⁶⁶⁵ In relazione alla politica monetaria, ad esempio, si parla di "*Green Quantitative Easing*" per l'acquisto di obbligazioni verdi da parte delle banche centrali, a sostegno dei flussi di capitale verso progetti a sostegno della transizione ecologica. Ancora, la previsione di tassi di interesse più bassi per prestiti legati a progetti sostenibili, in modo che il costo del capitale per progetti ed iniziative *green* diminuisca, rendendo tali progetti più attrattivi e accessibili. P. M. MARANGIO - G. ZURLO SCONOSCIUTO, «Non solo inflazione: le Banche Centrali alla prova del cambiamento climatico», *NT+ Diritto*, 22 gennaio 2024, sez. Comunitario e Internazionale, <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/AFkFeXQC>.

⁶⁶⁶ E. BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers* di Banca d'Italia, fasc. 608 (marzo 2021): 56, <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2021.608>.

⁶⁶⁷ L'oggetto di indagine del presente elaborato sarà limitato al rischio di sostenibilità. Si rimanda, pertanto, per un'analisi specifica sulle tradizionali categorie di rischio, finanziarie e non, a GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 26 ss.; Per le modalità di calcolo delle tre componenti del rischio economico, BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», 32.

impattano sui tratti tipici dell'attività bancaria, sia nell'esercizio del credito, o nella selezione degli investimenti, in occasione dei quali le banche sono determinanti nella pressione imprimibile sui soggetti finanziati, sia nella raccolta del risparmio, organizzabile in maniera conforme ai fattori di sostenibilità. In tal modo, le banche divengono in grado di influenzare la clientela e le imprese non finanziarie e, allo stesso tempo, si espongono ai rischi connessi ai fattori ESG, in ragione della connessione dell'attività tipicamente bancaria (di gestione o di investimento) alla sostenibilità stessa. Pertanto, è il modo in cui l'attività bancaria si svolge che espone le banche, in termini di sensibilità al rischio, a quello ESG delle controparti⁶⁶⁸. Se si fa caso ai due elementi del rapporto, finanziamento e fattori ESG, si noterà che gli ultimi rappresentano una fonte di rischio effettivo (non più solo reputazionale) per gli istituti finanziari, alla stregua di qualsiasi altro rischio tradizionale rilevante per le banche, comportandone peraltro un ampliamento dello spettro⁶⁶⁹. In questo quadro di riferimento, pertanto, il rischio diviene un elemento costitutivo della fattispecie

⁶⁶⁸ La valutazione a livello di singolo intermediario dell'esposizione ai rischi climatici è un processo complesso, soprattutto se si considera la mancanza di dati dettagliati sull'esatta localizzazione geografica o il contenuto carbonico delle singole attività. La quantificazione dei rischi climatici per l'intero sistema finanziario, poi, oltre a dipendere da quella dei singoli intermediari, rappresenta ad oggi un terreno praticamente inesplorato, dal momento che non esistono tendenze climatiche o ambientali con implicazioni comparabili nella storia recente a quelle future, caratterizzate, sicuramente, da maggiore incertezza e non linearità. BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», 32.

⁶⁶⁹ V. BEVIVINO, «Il *bank government* dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea», *Banca Impresa Società*, fasc. 3 (2022): 606 ss., <https://doi.org/10.1435/105857>.

In relazione alla connessione dei rischi ambientali a quelli tradizionali si possono riportare le seguenti parole: "A quanto solo accennato va accostato il rischio di credito. Utilizzando come riferimento sempre il fattore ambientale, il fenomeno emerge quando la controparte proviene da un settore o da un'area geografica particolarmente vulnerabile al rischio fisico, così da aumentare le probabilità di insolvenza. Se invece si pone mente al rischio di mercato, si può considerare che si realizza con un brusco riprezzamento, ovvero uno *stranding* delle attività come conseguenza dell'avveramento di determinati eventi fisici o di cambiamenti delle politiche di transizione verso un'economia sostenibile. Infine, per completare il quadro dei rischi più ricorrenti, si può prendere in considerazione il rischio operativo, che si lega principalmente alle possibili pretese legali nei confronti di istituti di credito, il quale, oltre che ripercuotersi direttamente sul bilancio bancario come gli altri rischi, può causare ulteriori perdite reputazionali. Se invece il riferimento è ai rischi di responsabilità (o, in altri termini, ai rischi legali), si nota che si possono manifestare anche come rischi di credito quando vengono avviati procedimenti legali nei confronti delle controparti. Vale, infine, ricordare che nell'ambito dei rischi ESG possono rilevare sia il rischio derivante del modello di *business* adottato, sia il rischio di liquidità". V. BEVIVINO, «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. 4 (2022): 499.

“banca”, che, da un lato, del rischio non può farne a meno e, dall’altro, al rischio deve dedicare adeguate coperture e limitazioni, così da eliminarne l’aspetto patologico⁶⁷⁰.

Questa tipologia di rischio, il rischio di sostenibilità⁶⁷¹, non rappresenta una nuova e diversa categoria di rischio finanziario, quanto piuttosto un *driver* di rischio a cui i rischi più comuni (il rischio di credito, di mercato e operativo) vengono riferiti, attraverso vari canali di trasmissione⁶⁷². Può essere definito come il rischio di qualsiasi impatto finanziario negativo su un’impresa finanziaria derivante dagli impatti, presenti o futuri, dei fattori ambientali sulle attività d’impresa delle controparti o sugli *assets* investiti. In considerazione della sua potenziale doppia materialità, il rischio ambientale si può concretizzare in due modi: i) sul “*financial materiality side*”, se la *performance* finanziaria della controparte viene incisa negativamente da fattori ambientali; ii) sul “*environmental materiality side*”⁶⁷³, se le attività della controparte sono in grado di impattare negativamente sull’ambiente, diventando a sua volta potenzialmente rilevante dal punto di vista finanziario per la controparte in questione, innescando o rafforzando un impatto negativo esterno⁶⁷⁴.

Questi *risk drivers* sono, quindi, inquadrabili all’interno di due categorie di rischi finanziari: i rischi fisici e i rischi di transizione climatica.

I rischi fisici attengono al verificarsi di eventi climatici o ambientali che comportano costi economici e perdite finanziarie. Possono essere classificabili come “acuti”, se provenienti da episodi meteorologici estremi, oppure “cronici”, se relativi a cambiamenti climatici o ambientali gradualmente. Questi rischi sono associati alla mancanza di interventi incisivi di riduzione delle emissioni (politiche di mitigazione

⁶⁷⁰ F. RIGANTI, «L’insostenibile leggerezza dell’essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG», *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. 2 (2022): 187.

⁶⁷¹ Sarebbe più corretto parlare esclusivamente di rischio ambientale, in considerazione della maggiore attenzione riservata dalle istituzioni al fattore E.

⁶⁷² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «The role of environmental risk in the prudential framework», *Discussion paper*, 2 maggio 2022, 17, doi:10.2853/329394.

⁶⁷³ L’identificazione dei rischi finanziari derivanti dai fattori ESG si è in realtà concentrata sul primo aspetto i), ignorando quasi completamente l’analisi delle ricadute dell’attività d’impresa sull’ambiente. Andrebbero, tuttavia, inclusi almeno il degrado ambientale, lo *stress* idrico, la perdita di biodiversità e la deforestazione. Soltanto più recentemente, la ricerca, le azioni e le *policy* delle istituzioni hanno iniziato a meglio includere i rischi derivanti dall’esposizione ad attività in grado di contribuire ad eventi di cui sopra, con la possibilità che si determinino rischi di rilievo sistemico. BEVIVINO, «Il *bank government* dopo l’integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea», 609 s.

⁶⁷⁴ GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 31.

dei cambiamenti climatici) o di attenuazione degli effetti connessi. Potrebbe, quindi, essere definito come rischio del “non agire”. I rischi fisici, poi, interessano gli intermediari sia direttamente che indirettamente. Infatti, eventi naturali estremi possono provocare, ad esempio, danni diretti alle filiali di un istituto bancario, limitandone o cessandone l’operatività. I rischi indiretti, invece, derivano dai danni causati da tali eventi ambientali alle attività delle imprese finanziate, che potrebbero incontrare difficoltà nell’onorare i propri impegni finanziari, causando, in ultimo, perdite sui bilanci delle banche⁶⁷⁵.

I rischi di transizione, invece, sono tipicamente riferibili alle incertezze connesse ai tempi e alla velocità del processo di adeguamento ad un’economia sostenibile. I problemi che nascono dalla transizione possono includere, quindi, anche cambiamenti legati al progresso tecnologico o a quelli di tipo comportamentale relativi alle preferenze degli investitori e dei consumatori⁶⁷⁶. A differenza del primo, il rischio di transizione non è persistente, ma potrebbe avere effetti dirompenti per la stabilità del sistema finanziario⁶⁷⁷.

Come si è già più volte avuto modo di ricordare, il legislatore europeo ha modificato nel 2019 il *corpus* regolamentare, attraverso il c.d. CRR2 e CRD5, la cui attuazione viene realizzata in via legislativa attraverso modifiche del TUB e, in misura rilevante, per via regolamentare tramite la già citata Circolare di Banca d’Italia n. 285/2013. Rispetto al cod.banc.eu. si incide maggiormente sui pilastri di Basilea III, in particolare sul II, in tema di gestione dei rischi e di vigilanza, e sul III, relativo all’informativa di mercato, e, per la prima volta, viene attribuita specifica rilevanza ai fattori ESG, che entrano quindi a far parte della regolazione prudenziale⁶⁷⁸.

⁶⁷⁵ BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», 27 s.

⁶⁷⁶ GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 31-32.; BEVIVINO, «L’attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 498.

⁶⁷⁷ Se si considera la rilevanza dei settori coinvolti e la crucialità dei prodotti energetici, infatti, un calo improvviso nel valore delle riserve e delle infrastrutture connesse genererebbe una corsa alla cessione dei titoli delle relative società con conseguenze assolutamente negative sul percorso di crescita economica globale, con conseguenze decisamente simili a quelle della Grande Recessione. BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», 29.

⁶⁷⁸ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 452 ss.; BEVIVINO, «Il *bank government* dopo l’integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea», 619 ss.; ID., «L’attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 505.

In relazione al III pilastro, il pacchetto del maggio 2019 interviene sul CRR, inserendo, con l'art. 1, punto 119 CRR2, la parte Otto, dedicata alla "Informativa da parte degli enti", che al Titolo II ("Criteri tecnici in materia di trasparenza ed informativa") colloca l'art. 449-*bis* ("Informativa sui rischi ambientali, sociali e di *governance*"). Si prevede che, a partire dal 28 giugno 2022, i grandi enti⁶⁷⁹, che abbiano emesso titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, devono pubblicare informazioni, due volte l'anno, relative ai rischi ESG, così come definiti dalla relazione tecnica dell'ABE di cui all'art. 98, par. 8, CRD4.

In riferimento al II pilastro, invece, la CRD5 integra, attraverso l'art. 1, punto 29, l'art. 98, appunto, con la previsione di un mandato all'ABE di valutare rispetto a banche e imprese di investimento ("enti") "la potenziale inclusione nella revisione e nella valutazione (SREP) effettuate dalle autorità competenti dei rischi ambientali, sociali e di *governance*" (par. 8). Tale valutazione, inoltre, deve considerare almeno: a) lo sviluppo di una definizione uniforme dei rischi ambientali, sociali e di *governance*, inclusi i rischi fisici e i rischi di transizione"; b) lo sviluppo di criteri qualitativi e quantitativi adeguati per valutare l'impatto di tali rischi sulla stabilità finanziaria degli enti a breve, medio e lungo termine; è previsto, poi, che tali criteri includano processi per le prove di *stress* e l'elaborazione di analisi di scenari per valutare l'impatto dei suddetti rischi nel quadro di scenari; c) i dispositivi, i processi, i meccanismi e le strategie che gli enti devono mettere in atto per identificare, valutare e gestire i rischi ESG; d) i metodi e gli strumenti di analisi per valutare l'impatto di rischi di sostenibilità sulla concessione di crediti e sulle attività di intermediazione finanziaria degli enti.

Ai sensi, poi, dell'art. 501-*quater* del CRR ("Trattamento prudenziale delle esposizioni relative a obiettivi ambientali e/o sociali"), all'ABE viene affidato un mandato di indagine sull'eventuale necessità di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali (come componente dei requisiti di capitale di primo pilastro)⁶⁸⁰. Una

⁶⁷⁹ Per tali da intendersi le banche, le imprese di investimento di rilevanza sistemica a livello globale, altre istituzioni di rilevanza sistemica e le banche significative sottoposte alla supervisione della BCE. Art. 4, n. 146 CRR.

⁶⁸⁰ Anche in questo caso la valutazione dell'ABE è relativa a particolari aspetti: "a) le metodologie per la valutazione dell'effettiva rischiosità delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali rispetto alla rischiosità di altre esposizioni;

relazione conclusiva ed un'eventuale proposta legislativa è attesa entro il 28 giugno 2025.

Una novella in tema di primo pilastro, invece, è rinvenibile nell'art. 451-*bis* CRR che, ai fini dell'applicazione del fattore di ponderazione più favorevole ed incentivante (pari a 0,75) tra i requisiti per i fondi propri per le esposizioni verso soggetti che gestiscono o finanziano strutture fisiche o impianti, sistemi e reti che forniscono o sostengono servizi pubblici essenziali, prevede tra i criteri, alla lett. o), quello secondo cui il debitore abbia condotto una valutazione se le attività finanziate contribuiscono a stringenti "obiettivi ambientali"⁶⁸¹.

Per completare la realizzazione del *framework* di Basilea III, il 27 ottobre 2021 la Commissione ha proposto un nuovo *banking package*, contenente, fra l'altro, modifiche al CRR (CRR3)⁶⁸² e alla CRD (CRD6)⁶⁸³, in linea con la *New Sustainable Finance Strategy* ed il seguente pacchetto di riforme dell'aprile 2021. Sulle proposte di modifica della Commissione, la presidenza del Consiglio e del Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio il 27 giugno 2023⁶⁸⁴.

b) l'elaborazione di opportuni criteri per valutare i rischi fisici e i rischi di transizione, compresi i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; c) i potenziali effetti di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali sulla stabilità finanziaria e sui prestiti bancari nell'Unione". Art. 501-*quater* CRR.

⁶⁸¹ Per "obiettivi ambientali" si intende: "i) mitigazione dei cambiamenti climatici; ii) adattamento ai cambiamenti climatici; iii) uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine; iv) transizione verso un'economia circolare, prevenzione e riciclaggio dei rifiuti; v) prevenzione e controllo dell'inquinamento; vi) protezione degli ecosistemi sani". È importante notare che il legislatore bancario ripropone sostanzialmente l'elenco di cui all'art. 9 del regolamento Tassonomia Verde. Cfr. Cap. 1, §6.1 del presente elaborato.

⁶⁸² COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'*output floor*, COM(2021) 664 final, 27 ottobre 2021, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52021PC0664>.

⁶⁸³ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE», COM(2021) 663 final, 27 ottobre 2021, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0663>.

⁶⁸⁴ CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, «Banking sector: Provisional agreement reached on the implementation of Basel III reforms», Press Release, 27 giugno 2023, https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/06/27/banking-sector-provisional-agreement-reached-on-the-implementation-of-basel-iii-reforms/?utm_source=dsms-

Il pacchetto di misure introduce, innanzitutto, due importanti modifiche all'art. 449-*bis* CRR2. Il nuovo art. 449a estenderebbe il campo di applicazione della precedente disposizione a tutte le istituzioni bancarie. Inoltre, tali informazioni saranno pubblicate con cadenza annuale dagli enti piccoli e non complessi e ogni sei mesi dagli altri enti. Viene, inoltre, ampliato il contenuto informativo, dovendo pubblicare: a) insieme alle informazioni sui rischi, l'importo totale delle esposizioni verso soggetti del settore dei combustibili fossili; b) obiettivi climatici e piani di transizione; c) modalità in cui il modello operativo e la strategia dell'ente tengono conto dei rischi ambientali, sociali e di *governance* cui l'impresa deve far fronte⁶⁸⁵.

La *ratio* sottesa all'ampliamento degli obblighi alle imprese di dimensioni non significative, nonostante comporti oneri significativi in capo alle stesse, deriva dalla natura stessa dei rischi ESG. Nel contesto sistemico, infatti, i rischi ambientali non sono necessariamente proporzionali alle dimensioni e alla complessità dell'ente, quanto piuttosto dipendenti, direttamente o indirettamente, da fattori esogeni (ad esempio, l'esposizione geografica). L'apprezzabilità, quindi, della rilevanza potenzialmente sistemica dei rischi ESG avviene secondo criteri diversi da quelli della significatività bancaria, potendo essere valutati in base ai modelli di trasmissione del rischio⁶⁸⁶.

La novità relativa all'obbligo di predisporre e pubblicare piani di transizione (art. 449a, lett. b) incide anche sulla *governance* bancaria, richiedendo un maggiore coinvolgimento dell'organo di gestione su questi temi. Quest'ultimo, infatti, deve approvare e rivedere le strategie e le politiche di rischio risultanti dall'impatto dei fattori ESG e sviluppare, appunto, piani specifici e obiettivi quantificabili per monitorare e affrontare tali rischi⁶⁸⁷. Per garantire l'effettività dell'azione gestoria, inoltre, è previsto che l'organo posseda collettivamente conoscenze idonee alla portata dei fattori ESG e dei potenziali rischi⁶⁸⁸. Il tipo di qualifiche richieste potrebbe

auto&utm_medium=email&utm_campaign=Banking+sector:+Provisional+agreement+reached+on+the+implementation+of+Basel+III+reforms.

Al *link* riportato sono disponibili i testi finali su cui si è raggiunto l'accordo provvisorio.

⁶⁸⁵ Art. 1 (189), Proposta CRR3.

⁶⁸⁶ BEVIVINO, «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 508 s.

⁶⁸⁷ Art. 76, par. 1 e par. 2, Proposta CRD6.

⁶⁸⁸ Art. 91, par. 4, Proposta CRD6.

differire dalle tradizionali competenze assicurate dai banchieri ed includere nuove professionalità o, quantomeno, nuove conoscenze.

Oltre ad obblighi di *disclosure*, potrebbero essere previsti nuovi obblighi di *reporting*. All'art. 430 par.1 CRR2 (“Segnalazioni sui requisiti prudenziali e informazioni finanziarie”) verrebbe aggiunta la lett. h), secondo cui gli enti segnalano alle autorità competenti le loro esposizioni verso rischi ambientali, sociali e di governance, tra cui: i) le loro esposizioni esistenti e nuove a soggetti del settore dei combustibili fossili; ii) le loro esposizioni verso attività ritenute provocare un danno significativo a uno degli obiettivi ambientali di cui al regolamento Tassonomia Verde; iii) le loro esposizioni verso rischi fisici e rischi di transizione; iv) le pertinenti esposizioni degli insiemi di prestiti sottostanti obbligazioni garantite emesse da enti, direttamente o tramite il trasferimento di prestiti a una società veicolo (SPV).

In merito al II pilastro, inoltre, il nuovo art. 98 par. 9 della proposta CRD6 includerebbe nello SREP la valutazione delle esposizioni ai rischi ESG, nonché dei processi delle banche per affrontarli. Vi è, poi, in tema di gestione del rischio, finalmente, un riconoscimento formale della natura prospettica dei rischi ESG, che devono quindi, essere valutati nel breve, medio e lungo periodo ed essere considerati in funzione dell'individuazione della misura del capitale proprio delle banche e degli assetti di *governance* del rischio⁶⁸⁹.

Infine, coerentemente con l'impostazione del sistema SSM, si prevede l'introduzione di un potere di vigilanza che imponga agli enti la riduzione dei rischi propri del disallineamento con gli obiettivi di *policy* dell'Unione e con la tendenza alla transizione verso fattori ESG. Vi sarebbe, poi, un potere di monitoraggio e valutazione delle pratiche e dei piani delle banche sulla gestione del rischio ESG, per adattare i modelli di *business*, di nuovo, alle politiche dell'Unione o alla transizione⁶⁹⁰.

In definitiva, il legislatore europeo intende realizzare con tali provvedimenti un decisivo passo in avanti per le banche, attraverso l'introduzione di misure specifiche e di obblighi coerenti con quelli introdotti in altri settori, ai fini di una decisiva e corretta individuazione e gestione dei rischi ESG all'interno del sistema bancario.

⁶⁸⁹ Rispettivamente, art. 73, par. 1, e art. 74, par. 1, Proposta CRD6; Considerando 32, Proposta CRD6.

⁶⁹⁰ Art. 87, par. 4, Proposta CRD6.

In forza dei mandati conferiti alle Autorità di vigilanza e del ruolo preponderante ricoperto dalle banche centrali, entrambe si sono attivate per meglio articolare il contenuto delle disposizioni legislative e per offrire un supporto alle banche interessate da tali obblighi.

Nel novembre 2020, la BCE ha pubblicato una sua “Guida sui rischi climatici e ambientali”⁶⁹¹, contenente tredici aspettative di vigilanza sugli enti significativi sul tema. Le Linee Guida non hanno natura vincolante, ma intendono semplicemente orientare il comportamento delle banche e fungere da base per un ulteriore dialogo tra gli istituti di vigilanza. Entrate in vigore immediatamente per gli istituti sottoposti alla vigilanza diretta della BCE, le raccomandazioni richiedono che le grandi banche tengano conto dell’impatto dei rischi climatici e ambientali nel contesto in cui operano, nella definizione e attuazione della strategia aziendale e della determinazione della propensione al rischio. Ai fini, poi, della reportistica interna, si attende che i dati sui rischi aggregati segnalati dagli enti riflettano le esposizioni ai rischi, in modo da permettere agli organi sociali di assumere decisioni informate. Ai fini, invece, delle informative regolamentari, si richiede che le informazioni siano pubblicate tenendo conto degli Orientamenti della Commissione del 2019⁶⁹².

Le Linee Guida della BCE sono state seguite dalle Aspettative di Vigilanza della Banca d’Italia⁶⁹³, dedicate agli istituti meno significativi (LSI) sottoposti alla sua vigilanza. In linea con le iniziative della Banca centrale, il documento contiene un primo insieme di aspettative relativa all’integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo e controllo, nel *risk management framework* e nella *disclosure* degli intermediari bancari e finanziari vigilati⁶⁹⁴.

In funzione della pubblicazione delle *guidelines* agli istituti finanziari era stato richiesto, agli inizi del 2021, di svolgere un *self-assessment* sulle loro pratiche attuali

⁶⁹¹ BANCA CENTRALE EUROPEA, «Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa», novembre 2020, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>.

⁶⁹² *Ibid*, 3 ss.

⁶⁹³ BANCA D’ITALIA, «Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali», 8 aprile 2022, https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf.

⁶⁹⁴ BANCA D’ITALIA, «Vigilanza bancaria e finanziaria», Finanza sostenibile, <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/index.html>; ZAZZARA, «Banche europee e Esg: l’evoluzione della transizione sostenibile nel settore bancario», 40.

in relazione alle aspettative dalla BCE e di informare la stessa dello stato di avanzamento loro piani di transizione nella gestione dei rischi climatici ed ambientali. Nel novembre 2022, quindi, la BCE ha pubblicato i risultati della *thematic review* sull'adeguamento delle banche alle linee guida, individuando alcune *best practices*, nonché lacune significative⁶⁹⁵. Gli stessi risultati sono stati pubblicati dalla Banca d'Italia⁶⁹⁶, a seguito della sua prima indagine strutturata sul livello di integrazione su un campione di 21 intermediari non significativi. La ricognizione ha evidenziato, al netto di alcune positive eccezioni, un basso grado di allineamento alle Aspettativa, connesso, tuttavia, ad una diffusa e crescente consapevolezza sull'importanza dell'integrazione della sostenibilità nei modelli di *business*.

Nel corso dello stesso anno, inoltre, la BCE ha dato avvio al suo primo *stress test*⁶⁹⁷ sul rischio climatico delle banche, pubblicandone a luglio i risultati⁶⁹⁸. La prova

⁶⁹⁵ BANCA CENTRALE EUROPEA, «Good practices for climate- related and environmental risk management. Observations from the 2022 thematic review», novembre 2022, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewwcercompendiumgoodpractices112022~b474fb8ed0.en.pdf>.

⁶⁹⁶ BANCA D'ITALIA, «Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di banche *less significant*.», novembre 2022, https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20221123/Nota_informativa_rischi_climatici_e_ambientali.pdf.

⁶⁹⁷ In generale, la prova di *stress* può essere definita come “*a forward-looking supervisory tool (used as a complement to probabilistic techniques), which assesses the resilience of banks (and, in particular, the adequacy of their capital and liquidity) under specific (even extreme) circumstances, taking into account low-probability (frequency) but high-impact risks to which they may be exposed; such risks tend to expose banks to ‘disaster myopia’.* Key to the supervisory purpose is the ability of the bank “to pass or not to pass the test”, as well as the subsequent supervisory measures that may be needed to build up cushions if the bank fails to pass it. *Stress tests differ from scenario analyses*, which focus on the probability of future risks occurring, their consequences and the appropriate measures to be taken in order to mitigate them”. GORTSOS, *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*, 36.; “La conduzione di prove di *stress* consente di: (a) utilizzare analisi di tipo *what if* per valutare l'esposizione al rischio in circostanze avverse, e il capitale interno necessario a coprire il medesimo, o altri interventi per ridurre o attenuare il rischio; (b) effettuare una verifica del risultato e dell'accuratezza dei modelli di valutazione del rischio (in particolare per identificare effetti di non linearità nell'aggregazione dei rischi). In linea di principio le banche sono tenute ad effettuare prove di *stress* appropriate in relazione alla natura di ciascuno dei fattori di rischio rilevanti per la propria operatività; nella definizione delle prove di *stress* dovrebbero perciò tener conto del rapporto costi/benefici nella costruzione di scenari particolarmente articolati e complessi (in cui risultano tipicamente numerose le correlazioni tra fattori di rischio)”. VELLA - BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, 280.

⁶⁹⁸ BANCA CENTRALE EUROPEA, «2022 climate risk stress test», luglio 2022, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708~2e3cc0999f.it.pdf.

di *stress*⁶⁹⁹, che rientra nelle tabelle di marcia della BCE e della Commissione, è stata svolta in quanto esercizio conoscitivo a beneficio delle banche e delle Autorità, al fine di valutare il grado di preparazione del settore nella gestione dei fattori di rischio e dei canali di trasmissione e, eventualmente, raccogliere le migliori prassi per affrontarlo. Nel complesso, dalla prova di *stress* emerge che nello scenario di transizione disordinata a breve termine e nei due scenari di rischio fisico le perdite su crediti e di mercato ammonterebbero a circa 70 mln di euro in termini aggregati per le banche in oggetto. Tuttavia, il rischio climatico effettivo è sostanzialmente sottostimato in considerazione della scarsità dei dati in una fase, come quella del 2022, iniziale, dei modelli posti dalle banche alla base delle proiezioni piuttosto rudimentali, dell'esclusione di effetti di secondo impatto sugli scenari ambientali e sul ridotto perimetro dell'esercizio a soltanto un terzo delle esposizioni totali delle banche coinvolte⁷⁰⁰.

Vale, inoltre, ricordare che le banche, ai sensi della normativa prudenziale, sono già tenute a valutare l'adeguatezza dei propri *stress tests* e ad incorporare i rischi ambientali materiali e la proposta CRD ne implicherebbe un'integrazione in via strutturale nel governo bancario⁷⁰¹.

⁶⁹⁹ Questo *stress test* si articolava in tre moduli: i) capacità interna di condurre prove di *stress* sul rischio climatico; ii) dipendenza da settori ad alta intensità di emissioni di carbonio; iii) risultati ottenibili in diversi scenari e su vari orizzonti temporali, con un approccio *bottom-up*. Nei primi due moduli sono state coinvolte 104 banche significative, mentre nel terzo modulo 41. In base ai risultati del primo modulo, circa il 60% delle banche non dispone di un quadro di riferimento per le prove di *stress* climatiche. Ugualmente, più della metà delle banche non include il rischio climatico nei modelli per il rischio di credito e soltanto il 20% lo include tra le variabili ai fini dell'erogazione dei finanziamenti. Il secondo modulo, poi, evidenzia che quasi i due terzi delle entrate degli istituti provengono da industrie ad alta intensità di gas a effetto serra. Infine, la prova del terzo modulo di tipo *bottom-up* conferma che il rischio fisico esercita un impatto eterogeneo sulle banche europee: la vulnerabilità, infatti, delle banche a scenari di siccità o calore estremo è fortemente correlata alle attività settoriali e all'ubicazione geografica delle rispettive esposizioni. Analogamente, nello scenario di rischio di inondazione si ritiene di risentirne sul piano delle garanzie immobiliari e dei mutui sottostanti nonché dei prestiti delle imprese. BANCA CENTRALE EUROPEA, «La prova di stress prudenziale della BCE evidenzia la necessità di maggiore attenzione al rischio climatico da parte delle banche», Comunicato stampa, 8 luglio 2022, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr220708~565c38d18a.it.html>; ZAZZARA, «Banche europee e Esg: l'evoluzione della transizione sostenibile nel settore bancario», 42 ss.

⁷⁰⁰ BANCA CENTRALE EUROPEA, «La prova di stress prudenziale della BCE evidenzia la necessità di maggiore attenzione al rischio climatico da parte delle banche».

⁷⁰¹ Considerando 35 e art. 87-*bis*, Proposta CRD6.

Con riferimento, invece, alle attività svolte dall'ABE, in forza dei mandati conferitele dalla legislazione prudenziale, ha pubblicato nel giugno 2021 un proprio primo “*Report on Environmental, Social and Governance (ESG) risks management and supervision*”⁷⁰², all'interno del quale, avendo fornito una prima definizione ufficiale di tali fattori di rischio⁷⁰³, confluisce il risultato del lavoro svolto relativamente al trattamento delle tematiche ESG da parte delle banche e alle imprese di investimento. È rilevante ai fini del presente elaborato ricordare che a gennaio 2022 – stesso anno di pubblicazione di un nuovo *discussion paper*⁷⁰⁴ sullo stato di interazione tra il *framework* istituzionale basato sui tre pilastri e i rischi climatici ed ambientali – l'ABE ha diffuso una bozza definitiva di *standards* tecnici (*Implementing Technical Standards*, ITS) in materia di informativa prudenziale sui rischi ESG, ai sensi dell'art. 449a CRR⁷⁰⁵.

L'obiettivo degli ITS è di implementare, in maniera sufficientemente chiara e comparabile, il contenuto informativo in materia di III pilastro (al tempo limitato alla direttiva NFRD), cui l'ABE è stata demandata ai sensi dell'art. 434a CRR⁷⁰⁶. L'autorità, infatti, fornisce una tabella e tre *templates* in cui includere: i) informazioni qualitative sui rischi ESG; ii) informazioni quantitative sui rischi di transizione climatici; iii) informazioni quantitative sui rischi fisici climatici; iv) informazioni quantitative e *key performance indicators* (KPI) sulle misure di mitigazione ai

⁷⁰² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms» (EBA, giugno 2021), https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf.

⁷⁰³ *Ibid*, 21 ss. Sostanzialmente le definizioni fornite sono quelle adottate dal presente elaborato e riportate *supra*.

⁷⁰⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «The role of environmental risks in the prudential framework», Discussion Paper, 2 maggio 2022, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20prudential%20framework.pdf.

⁷⁰⁵ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR», 24 gennaio 2022, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2022/1026171/EBA%20draft%20ITS%20on%20Pillar%203%20disclosures%20on%20ESG%20risks.pdf.

⁷⁰⁶ Sullo stato di avanzamento dei lavori del *Pillar 3 data hub* (P3DH), secondo la proposta CRR3, EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Pillar 3 data hub», <https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/transparency-and-pillar-3/pillar-3-data-hub>.

cambiamenti climatici, dovendo includere il *Green Asset Ratio* (GAR) sulle attività allineate alla Tassonomia Verde e il *Banking Book Taxonomy Alignment Ratio* (BTAR)⁷⁰⁷.

In relazione alle informazioni di cui ii), le banche dovranno pubblicare, *inter alia*, le loro esposizioni verso dieci settori ad alta emissione di gas serra definiti dalla legislazione europea⁷⁰⁸ e verso le venti società più inquinanti del mondo. In relazione, invece, alle informazioni di cui iii), dovranno essere forniti i dati relativi alle esposizioni verso controparti localizzate in aree geografiche ad alto rischio, una stima degli impatti dei rischi climatici sul capitale regolamentare, nonché una descrizione delle metodologie di *risk management* adottate⁷⁰⁹.

Considerate la mole di informazioni richieste e le difficoltà per le banche di reperirle, l'ABE ha previsto un regime transitorio con un'applicazione graduale⁷¹⁰, in linea con l'approccio adottato per la Tassonomia Verde e la direttiva CSRD.

Coerentemente con gli *standards* specifici pubblicati dall'ABE e con il Piano d'Azione della BCE per l'inclusione del cambiamento climatico nella propria strategia

⁷⁰⁷ A differenza del GAR, il BTAR presenta al numeratore informazioni relativa alle esposizioni *taxonomy-aligned* verso imprese non finanziarie che non rientrano nell'ambito di applicazione della CSRD (ad esempio, PMI non quotate). LOIZZO - SCHIMPERNA, «ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks», 14.

⁷⁰⁸ I settori sono i seguenti: a) agricoltura, silvicoltura e pesca; b) attività estrattive; c) attività manifatturiere; d) fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata; e) fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento; f) costruzioni; g) commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli; h) trasporto e magazzinaggio; i) attività dei servizi di alloggio e ristorazione; l) attività immobiliari. I settori a) - h) e l) sono identificati dal Regolamento delegato della Commissione UE/2020/1818. Il settore i) è stato aggiunto dall'EBA in seguito a discussioni con esperti. Cfr. P. ANGELINI, «The financial risks posed by climate change: information gaps and transition plans» (Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito, Milan: Bank of Italy, 2022), n. 8, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/en-ANGELINI-15-novembre-2022.pdf?language_id=1.

⁷⁰⁹ LOIZZO - SCHIMPERNA, «ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks», 14.; LAVECCHIA ET AL., «Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia», 18 s.

⁷¹⁰ Un primo *set* di informazioni dovrà essere pubblicato nei primi mesi del 2023, in riferimento al 2022. A partire dal 2024, dovranno essere riportati gli indicatori di allineamento dei loro *assets* alla Tassonomia europea, quindi il GAR e il BTAR, il che richiederà informazioni granulari sulla *performance* ambientale dei clienti. Quest'obbligo sarà poi esteso a tutte le banche dal 2025, secondo criteri proporzionali da definire. ANGELINI, «The financial risks posed by climate change: information gaps and transition plans» 3.

di politica monetaria⁷¹¹, la BCE ha pubblicato a gennaio 2023 nuovi indicatori per la valutazione dell'impatto dei rischi climatici sul settore finanziario⁷¹². Più nel dettaglio, questi ultimi attengono a tre aree tematiche: i) la finanza sostenibile, per cui forniscono una panoramica generale su emissioni e rimborsi dei titoli di debito "sostenibili" emessi e detenuti nell'eurozona; ii) i rischi di transizione, in relazione ai quali vengono fornite informazioni sull'esposizione degli intermediari; iii) i rischi fisici, i cui indicatori misurano gli effetti sulla *performance* dei portafogli delle istituzioni finanziarie dovuti ed eventi naturali estremi legati al cambiamento climatico⁷¹³.

Da ultimo, infine, si segnala l'avvio della consultazione sulle nuove Linee guida⁷¹⁴ dell'ABE sulla gestione dei rischi ESG, secondo quanto già previsto dalla nuova *roadmap* sulla finanza sostenibile per il 2023⁷¹⁵. Le nuove Linee guida stabiliscono i requisiti per gli istituti per l'identificazione, la misurazione, la gestione ed il monitoraggio dei rischi ESG, per garantire ulteriormente la sicurezza e la solidità dei primi, ai sensi della nuova versione della CRD6 (nuovo art. 87a par. 5). La consultazione, aperta il 18 gennaio 2024, terminerà il 18 aprile dello stesso anno.

In conclusione, si possono mettere in luce due aspetti. Innanzitutto, è chiaro che il dibattito sull'identificazione e gestione dei rischi ESG coinvolge diversi protagonisti, che, in forza di una stringente e puntuale legislazione prudenziale, sono chiamati ad un'intensa fase di studio, intesa a definire un quadro all'altezza della sfida

⁷¹¹ BANCA CENTRALE EUROPEA, «La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria», Comunicato stampa, 8 luglio 2021, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.it.html.

⁷¹² BANCA CENTRALE EUROPEA, «Towards climate-related statistical indicators», gennaio 2023, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_change_indicators202301%7E47c4bbbc92.en.pdf.

⁷¹³ Gli indicatori si distinguono in "sperimentali", rispettosi soltanto di alcuni dei criteri di qualità previsti dalle statistiche ufficiali della BCE, e "analitici", in quanto dotati di limitazioni significative in relazione alla rappresentatività delle informazioni. *Ibid.*

⁷¹⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Draft Guidelines on the management of ESG risks», Consultation paper, 18 gennaio 2024, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-01/c94fd865-6990-4ba8-b74e-6d8ef73d8ea5/Consultation%20paper%20on%20draft%20Guidelines%20on%20ESG%20risks%20management.pdf>.

⁷¹⁵ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «The EBA Roadmap on Sustainable Finance», dicembre 2022, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/ESG%20roadmap/1045378/EBA%20Roadmap%20on%20Sustainable%20Finance.pdf.

“verde” in corso⁷¹⁶. In secondo luogo, gli obblighi di vigilanza e di *disclosure* in capo agli enti creditizi sono sicuramente una novità in Europa e non solo, il che pone l’UE, nuovamente, al rango di *leader* a livello globale. Le difficoltà che le banche incontrano, come si è visto relativamente al primo *stress test* climatico del 2022, riguardano innanzitutto la scarsa disponibilità o qualità dei dati da reperire ed il conseguente rischio di *greenwashing*. Tuttavia, come la stessa BCE ha sottolineato, è necessario che da qualche parte si inizi a lavorare sui dati. Ciò che si vuole sostenere, quindi, è che se si resta dell’idea che i tempi non sono maturi per l’informativa ESG, perché vi è il rischio di *greenwashing* o perché si rischia di incorrere in ipotesi di concorrenza sleale, rischieremmo di condannarci a non raggiungere mai quel *set* di dati minimo in grado di permettere la valutazione della sostenibilità ESG di una banca⁷¹⁷.

3. Gli ulteriori obblighi di *disclosure* di sostenibilità per le banche.

La sfida della sostenibilità per le banche non incide esclusivamente sul piano etico/reputazionale, con obblighi volti ad evitare l’“abbaglio verde” sulle loro attività, ma comporta, come si è ricordato, modifiche a diversi aspetti del *business* creditizio. In questo paragrafo, si avrà modo di approfondire gli obblighi di *disclosure* che le banche qualificabili come “partecipanti ai mercati finanziari” e “consulenti finanziari” devono rispettare, in un’ottica di miglioramento della trasparenza in materia di investimenti e di riduzione delle asimmetrie informative con la clientela.

La *disclosure* a favore della transizione sostenibile assume rilievo centrale nell’ambito della disciplina dei mercati finanziari, in ragione della necessità di garantire l’efficacia di obblighi di *empowerment* dell’investitore e di responsabilizzazione della controparte professionale. Da un punto di vista sistemico, d’altronde, si ritiene che una maggiore disponibilità di dati nei mercati possa contenerne la volatilità e favorirne la stabilità, scongiurando ipotesi di

⁷¹⁶ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 456.

⁷¹⁷ LENER - LUCANTONI, «Sostenibilità ESG e attività bancaria», 16.

*greenwashing*⁷¹⁸. Per tali ragioni, l'Unione europea ha favorito l'introduzione di specifici obblighi informativi nei confronti degli investitori.

3.1. La trasparenza sui prodotti finanziari in materia di sostenibilità: *Sustainable Finance Disclosure Regulation* e i tentativi di categorizzazione degli *standards* tecnici regolamentari.

Il 27 novembre 2019 è stato approvato il *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)⁷¹⁹, con applicazione nel territorio dell'Unione a partire da marzo 2021. Il regolamento introduce una serie di obblighi informativi connessi alla sostenibilità dei prodotti finanziari, con l'obiettivo di colmare le divergenze tra gli *standards* accolti a livello dei singoli Stati membri ed aumentare la consapevolezza degli investitori in merito ai profili ESG⁷²⁰. Più nel dettaglio, si vuole ridurre l'asimmetria informativa nelle relazioni principale-agente in merito all'integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità e alla promozione delle caratteristiche ESG degli investimenti, obbligando i partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari ad effettuare informative, nelle fasi precontrattuali, sui siti web e, infine, nelle relazioni periodiche (a livello di soggetto e di prodotto)⁷²¹.

Il SFDR stabilisce, innanzitutto, il perimetro applicativo della disciplina, individuandolo nei partecipanti al mercato finanziario, negli intermediari e nei consulenti finanziari. Per quanto di interesse, si evidenzia che un ente creditizio è qualificabile come “partecipante ai mercati finanziari” se fornisce servizi di gestione del portafoglio e “consulente finanziario” se fornisce consulenza in materia di investimenti⁷²².

⁷¹⁸ A. DAVOLA, «Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio», *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. III (2022): 516.

⁷¹⁹ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, OJ L 317, 9 dicembre 2019, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32019R2088>.

⁷²⁰ *Ibid*, considerando 9 e 10.

⁷²¹ L. BONI - M. CALDERINI, «Interpretazione strategica del quadro normativo UE per lo sviluppo sostenibile nel settore della finanza: il ruolo chiave della misurazione d'impatto», *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 113–24.

⁷²² Art. 2 (1), lett. j); art. 2 (11), lett c), SFDR.

Vengono, in secondo luogo, individuati i prodotti oggetto di obbligazioni fiduciarie e le condizioni alle quali questi possono essere qualificati come “investimenti sostenibili”. In particolare, è sostenibile ogni investimento in un’attività economica che contribuisce ad obiettivi ambientali o sociali, sempre a condizione che: i) l’investimento non apporti un danno significativo a nessuno degli altri obiettivi ambientali o sociali; ii) le società investitrici seguano buone pratiche di *governance*⁷²³.

Nel caso in cui il prodotto sia qualificato come sostenibile, il regolamento prevede una serie di oneri informativi nei confronti degli investitori, aventi ad oggetto caratteristiche, impatto e rischi dello stesso⁷²⁴.

È appena il caso di notare che la definizione fornita dal regolamento SFDR è più ampia di quella fornita dal regolamento Tassonomia Verde per l’ecosostenibilità di un’attività economica, poiché sono inclusi sia gli obiettivi ambientali (fattore E) che sociali (fattore S), a condizione che sia garantita una buona *governance* (fattore G). L’art. 3 del *Taxonomy Regulation*, invece, si limita a considerare, almeno allo stato attuale⁷²⁵, l’aspetto ambientale⁷²⁶.

Ugualmente, risulta più ampia di quella adottata ufficialmente dal Forum per la Finanza Sostenibile, secondo cui “l’Investimento Sostenibile e Responsabile (SRI, dall’inglese *Sustainable Responsible Investment*) è una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare

⁷²³ Più di preciso ogni “investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l’impatto sulla biodiversità e l’economia circolare o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l’integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali”. Art. 2 (17), SFDR.

⁷²⁴ Art. 2 (22) e 2 (24), SFDR.

⁷²⁵ Si ricorda che la *Platform on Sustainable Finance* ha pubblicato un *Final Report on Social Taxonomy* il 28 febbraio 2022, in cui viene proposta una struttura della tassonomia sociale.

⁷²⁶ Sul rapporto tra TR e SFDR, si veda cap. 1, §6.1.

valore per l'investitore e per la società nel suo complesso"⁷²⁷. Secondo l'approccio adottato da EUROSIF, "gli investimenti sostenibili possono essere declinati secondo varie strategie che non sono auto-escludenti e possono quindi essere applicate allo stesso portafoglio e alle diverse classi di attivo (azioni, obbligazioni, *private equity* e *private debt*, ecc.)"⁷²⁸.

Le strategie SRI più diffuse sono: i) Esclusioni: esclusione dall'universo investibile di alcuni emittenti, settori o Paesi in base a determinati principi e valori (tra i criteri più utilizzati: armi, pornografia, tabacco, ecc.); ii) Convenzioni internazionali: selezione degli investimenti in base al rispetto di norme e trattati internazionali (i più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU e Agenzie ONU); iii) *Best in class*: approccio che seleziona o pesa gli investimenti in portafoglio secondo criteri ESG, privilegiando i migliori all'interno di un settore, una categoria o una classe di attivo; iv) *Engagement*: dialogo costruttivo con gli emittenti su questioni di sostenibilità ed esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario o obbligazionario, finalizzato a influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentare il grado di trasparenza; v) Investimenti tematici: selezione dei titoli sulla base di uno o più temi ESG (ad esempio: cambiamenti climatici, efficienza energetica, salute, ecc.); vi) *Impact investing*: investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme a un ritorno finanziario⁷²⁹.

Tuttavia, l'evoluzione normativa - dall'*Action Plan* per la Finanza Sostenibile e dai regolamenti Tassonomia Verde e SFDR, fino alla *Renewed Sustainable Finance Strategy* e ai più recenti interventi a essi connessi - ha determinato un profondo cambiamento del mercato, in una fase in cui le masse gestite con un approccio ESG crescono e con esse gli operatori che investono in ottica ESG.

⁷²⁷ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, «L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi» (Milano, 3 settembre 2014), https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf.

⁷²⁸ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, «L'Unione Europea e la finanza sostenibile: impatti e prospettive per il mercato italiano» (Milano, 2019), 27, <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf>.

⁷²⁹ *Ibid*, 28.; Per un approfondimento sui *trend* più recenti, D. COSTA - M. GENTILE - N. LINCiano, «Interesse verso gli investimenti sostenibili», *Quaderno Consob sulla Finanza Sostenibile*, fasc. 3 (novembre 2022): 49.

La regolazione intende fornire gradualmente elementi di maggiore chiarezza per gli investitori, concentrandosi sull'informazione, la trasparenza e la certificazione di qualità dei prodotti finanziari, nonché su una loro standardizzazione⁷³⁰. In questo senso, il contributo apportato dal regolamento SFDR è notevole, in quanto introduce tre etichette di prodotti finanziari.

Più nel dettaglio, i prodotti di cui all'art. 8 SFDR sono definiti “*light green*”⁷³¹, perché il loro obiettivo è la semplice *promozione* delle caratteristiche ambientali o sociali. Ciò vuol dire che gli investimenti perseguiti da un determinato prodotto finanziario tengono conto delle caratteristiche ambientali o sociali in termini di politiche di investimento, obiettivi, traguardi o ambizioni generali, ma non solo⁷³². Questo è il caso di un prodotto finanziario che ha obiettivi ambientali, ma non soddisfa il requisito del DNSH di cui all'art. 2 (17) SFDR.

L'art. 9, invece, riguarda i prodotti che hanno ad oggetto investimenti sostenibili e, per questo, definiti “*dark green*”. Rispetto a questi prodotti, quelli di cui all'art. 8 hanno ambizioni legate alla sostenibilità decisamente inferiori.

Infine, l'art. 6 considera i prodotti “*grey*” come non rientranti né nella definizione di cui all'art. 8, né in quella di cui all'art. 9. Vengono ugualmente inseriti nel SFDR perché i prodotti grigi, così come gli altri, implicano, comunque, una segnalazione dei rischi di sostenibilità.

Volendo analizzare i rischi legati a tali tipologie di strumenti finanziari sostenibili, si può operare una distinzione in base all'integrazione dei fattori ESG negli investimenti in quanto *output* o *input*. Gli “investimenti *ESG-Output*” allocano le risorse per la realizzazione di un obiettivo ambientale, sociale o di *governance* (ad esempio, azioni, obbligazioni o quote di un fondo comune di investimento finalizzato al finanziamento di società operanti nel settore dell'energia geotermica). Nel quadro appena descritto, questi investimenti rientrerebbero tra gli strumenti finanziari di cui all'art. 8 e 9 SFDR, in quanto aventi obiettivi di investimento sostenibile oppure

⁷³⁰ GRUPPO DI LAVORO ASVIS, «Finanza per lo Sviluppo Sostenibile», *Position Paper*, 2022, 15, <https://asvis.it/public/asvis2/files/Pubblicazioni/PositionPaper/2023/PositionPaperASviSFinanzaSviluppoSostenibile.pdf>.

⁷³¹ L'espressione, tra l'altro, è corretta se ci si riferisce ad attività economiche che contribuiscono ad obiettivi ambientali, ma è fuorviante nel caso di prodotti che investono in attività aventi obiettivi sociali, come ad esempio la lotta alle disuguaglianze.

⁷³² D. BUSCH, «EU Sustainable Finance Disclosure Regulation», *Capital Markets Law Journal* 18, fasc. 3 (luglio 2023): 309, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmad005>.

promuoventi, tra le altre caratteristiche, quelle ambientali o sociali. Gli “investimenti *ESG-Input*”, invece, considerano meramente i rischi associati alla sostenibilità (rischi fisici e di transizione). La sostenibilità, in questo caso, non rappresenta l’obiettivo necessario dell’investimento, quanto, piuttosto, il possibile *driver* dei rischi da mitigare per ottenere maggiori profitti finanziari. Secondo la classificazione del SFDR, questa tipologia di investimenti corrisponde a strumenti finanziari in cui i rischi di sostenibilità sono “integrati” nella decisione di investimento (art. 6 SFDR)⁷³³.

Andando ad esaminare gli obblighi informativi, una prima tipologia si applica a livello di soggetto.

Innanzitutto, sia i partecipanti ai mercati finanziari che i consulenti finanziari devono pubblicare sui loro siti web informazioni sulle rispettive politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità, rispettivamente, nei loro processi decisionali sugli investimenti e nelle loro consulenze in materia di investimenti o assicurazioni (art. 3 SFDR). Peraltro, tali soggetti devono garantire che le informazioni pubblicate siano aggiornate e, nel caso vengano modificate, fornire una spiegazione chiara delle motivazioni (art. 12 SFDR).

L’art. 4 SFDR, poi, analizza la trasparenza dei principali effetti negativi per la sostenibilità sui propri siti web. Qualora, infatti, un partecipante ai mercati finanziari consideri i principali effetti negativi delle decisioni di investimenti sui fattori di sostenibilità⁷³⁴, questi deve pubblicare una dichiarazione concernente le relative politiche di dovuta diligenza, tenendo debitamente conto delle dimensioni, della natura, dell’ampiezza dell’attività e della tipologia di prodotti finanziari resi disponibili⁷³⁵. Nel caso, invece, in cui i partecipanti non prendano in considerazione

⁷³³ A. PERRONE - A. CARDANI, «Investment Services and the Risks of Sustainable Finance», in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale* (XIV Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale», Roma, 2023), 9 ss.

⁷³⁴ Per “fattori di sostenibilità” si intendono “le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva”. Cfr. Art. 2 (24), SFDR.

⁷³⁵ La dichiarazione deve includere almeno: a) informazioni sulle loro politiche relative all’individuazione e alla prioritizzazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e relativi indicatori; b) una descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata in relazione a ciò o, se del caso, programmata; c) brevi sintesi delle politiche di impegno ai sensi dell’articolo 3-*octies* della direttiva 2007/36/CE, ove applicabile; d) un riferimento alla loro osservanza dei codici di condotta d’impresa responsabile e delle norme riconosciute a livello internazionale in materia di dovuta diligenza e di reportistica e, se del caso, al grado della loro conformità agli obiettivi previsti dall’Accordo di Parigi. Cfr. Art. 4, par. 2, SFDR.

tali fattori, risulta obbligatoria la pubblicazione di una “chiara motivazione” e, se dal caso, informazioni sul se e quando intendono prenderli in considerazione. La stessa tipologia di oneri sussiste in capo ai consulenti finanziari in relazione ai prodotti forniti in consulenza.

Vige, quindi, una sorta di *comply or explain* in capo ai soggetti obbligati che, per motivi di riduzione delle asimmetrie informative, devono essere trasparenti anche sulle ragioni di mancata considerazione degli effetti negativi⁷³⁶.

La seconda tipologia di *disclosure* introdotta dal SFDR riguarda l’informativa precontrattuale a livello di prodotto. Sia i partecipanti ai mercati finanziari che i consulenti finanziari devono includere nell’informativa precontrattuale⁷³⁷ dati circa le modalità con cui i rischi di sostenibilità sono inclusi nelle decisioni di investimento o nella consulenza in materia di investimenti ed i risultati della valutazione dei probabili impatti sul rendimento dei prodotti finanziari resi disponibili o su cui è fornita consulenza (art. 6, par 1 e 2 SFDR)⁷³⁸. Anche in questo caso, è necessaria la pubblicazione di una descrizione chiara e concisa sulle ragioni della mancata considerazione dei rischi di sostenibilità, per le stesse ragioni di cui *supra* (*comply or explain*).

Tuttavia, i partecipanti ai mercati finanziari, a differenza dei consulenti, sono soggetti ad una serie di obblighi aggiuntivi di natura precontrattuale relativi ai rischi di sostenibilità. Ciò deriva dal fatto che i consulenti finanziari utilizzano le informazioni fornite, alla radice, dai partecipanti ai mercati finanziari. Ai sensi dell’art. 7 SFDR, infatti, i partecipanti, che scelgono o devono fornire le informazioni di cui all’art. 4 par. 1, lett. a) o all’art. 4, par. 3 o 4 SFDR, devono includere nell’informativa di cui all’art. 6 una spiegazione chiara e motivata sulle modalità con cui un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità ed una dichiarazione attestante che le informazioni suddette sono

⁷³⁶ Per alcune criticità su tale scelta, DAVOLA, «Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell’assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio», 528 s.

⁷³⁷ L’informativa precontrattuale è comunicata per gli enti creditizi che forniscono servizi di gestione del portafoglio o consulenza in materia di investimenti ai sensi dell’art. 24, par. 4 della direttiva 2014/65/UE.

⁷³⁸ Nel caso in cui il prodotto finanziario rientri nella tipologia di cui all’art. 6 SFDR, le informazioni precontrattuali devono includere la dichiarazione “gli investimenti che sottostanno a questo prodotto finanziario non prendono in considerazione i criteri europei per un’attività economica eco-sostenibile” ex art. 3 e 7 del regolamento Tassonomia Verde.

disponibili tra le informazioni da comunicare a norma dell'art. 11, par. 2 SFDR (che per gli enti creditizi, si sostanzia nella relazione periodica di cui all'art. 25, par. 6 della direttiva 2014/65/UE). Nel caso, invece, in cui il partecipante ai mercati applichi l'art. 4 par. 1, lett. b), la relativa informativa deve contenere una spiegazione sulle ragioni della mancata considerazione (*comply or explain*).

In secondo luogo, se il prodotto finanziario rientra nella categoria di cui all'art. 8 SFDR, la *disclosure* precontrattuale deve essere corredata dal partecipante ai mercati da informazioni relative, sia alle caratteristiche ambientali e/o sociali promosse dal prodotto finanziario, sia alla coerenza di tali caratteristiche con un indice di riferimento eventualmente designato⁷³⁹.

Infine, qualora il prodotto presenti come obiettivo un investimento sostenibile ed un indice di riferimento sia stato designato, i partecipanti ai mercati finanziari devono aggiungere a quanto detto *supra* informazioni sull'allineamento dell'indice agli obiettivi di sostenibilità ed una spiegazione sulle ragioni e modalità di lontananza di tale indice da uno generale di mercato (art. 9, par. 1 SFDR)⁷⁴⁰.

Una terza tipologia di informazioni concerne la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali di un prodotto finanziario sui siti web, che i partecipanti ai mercati finanziari devono pubblicare in maniera chiara, concisa e comprensibile per gli investitori in una sezione facilmente accessibile e ben visibile dello stesso (art. 10 SFDR).

La quarta ed ultima tipologia riguarda il dovere per i partecipanti ai mercati finanziari di includere le informazioni in precedenza elencate anche nelle relazioni periodiche (art. 11 SFDR).

Restano competenti a vigilare sulla corretta applicazione del regolamento le autorità nazionali designate dalla legislazione settoriale (art. 14 SFDR).

⁷³⁹ Dovrà essere inclusa la dichiarazione attestante il fatto che il principio DNSH viene rispettato soltanto per quella porzione di investimenti sottostanti al prodotto finanziario che tiene in considerazione i criteri europei per un'attività economia eco-sostenibile. Per la restante parte, invece, dovrà essere specificato che il prodotto non segue i criteri di cui alla Tassonomia Verde.

⁷⁴⁰ Inoltre, se il prodotto finanziario ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio, l'informativa precontrattuale dovrà essere corredata dall'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio in vista del conseguimento degli obiettivi a lungo termine previsti dall'Accordo di Parigi. Cfr. Art. 9, par. 3, SFDR.

In forza delle modifiche apportate alla SFDR dal regolamento Tassonomia, le tre ESAs⁷⁴¹ hanno predisposto ad ottobre 2021 una bozza con il testo finale di *Regulatory Technical Standards* (RTS) relativi alla trasparenza dei prodotti finanziari di cui alla SFDR⁷⁴². Il regolamento delegato, introduttivo di atti di disciplina secondaria, è stato poi approvato ad aprile 2022 ed entrato in vigore a partire dal 1° gennaio 2023⁷⁴³.

Intervenendo sulla fase precontrattuale, sulle relazioni periodiche nonché sul trattamento dei titoli di Stato, gli RTS rappresentano un passaggio importante per il *framework* legislativo del *Green Deal*, andando a coordinarsi con quello sperimentato nel comparto bancario, al fine di incontrare le esigenze degli operatori soggetti a numerosi provvedimenti, che incidono sui rischi di *compliance*⁷⁴⁴. Le intenzioni delle ESAs sono quelle di stabilire un “*single rulebook*” (SFDR e TR) per la trasparenza di sostenibilità, in modo da fornire agli investitori informazioni comparabili riferite ai prodotti finanziari connessi ad attività economiche eco-sostenibili, idonee a permettere scelte di investimento consapevoli e combattere il *greenwashing*. I partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari, infatti, devono presentare e impaginare le informazioni richieste in modo facilmente leggibile, utilizzando metodologie e *layout*

⁷⁴¹ Ai sensi degli artt. 8 par. 4, 9 par. 6 e 11 par. 5 SFDR.

⁷⁴² ESMA - EBA - EIOPA, «Final Report on draft Regulatory Technical Standards», 22 ottobre 2021, https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2021-10/jc_2021-50-final-report-on-taxonomy-related-product-disclosure-rts.pdf.

⁷⁴³ Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022 che integra il regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche, OJ L 196, 25 luglio 2022, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1288>.

È interessante notare come, ad avviso della Commissione, l'applicabilità della SFDR non è condizionata dalla presenza di una normativa di secondo livello, entrata in vigore solo a gennaio 2023. Tuttavia, l'assenza di indicazioni precise in merito alla classificazione e modalità di comunicazione delle informazioni ha generato il rischio di una sostanziale discrezionalità a vantaggio degli operatori, autorizzati, in qualche modo, a promuovere prodotti finanziari falsamente sostenibili, attraverso informazioni non chiare e parziali, collocando in maniera confusa le informazioni necessarie nei tre formati di *disclosure* previsti (cioè l'informativa precontrattuale, quella da presentare sul sito web e quella periodica). Cfr. A. DAVOLA, «The promise and perils of sustainable disclosure for retail investors. Does the SFRD framework tackle, or rather promote, product greenwashing?», *EUSFiL Research Working Paper Series*, fasc. 3 (2022): 1.

⁷⁴⁴ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 481 s.

di presentazione stabiliti dagli *standards* stessi considerando, in via specifica, la tipologia di prodotto negoziato, le sue caratteristiche e le differenze tra le classi di prodotto. I criteri di classificazione di un prodotto come *light*, *dark* o *grey*, invece, sono forniti, invece, dal regolamento Tassonomia. Gli RTS, poi, confermano il carattere gratuito, facilmente accessibile, non discriminatorio, semplice, conciso, comprensibile, corretto e non fuorviante delle informazioni sulla sostenibilità. Le informazioni pubblicate sui siti web devono essere costantemente aggiornate, dovendosi indicare chiaramente la data di pubblicazione delle informazioni e la data di ogni aggiornamento⁷⁴⁵.

Nel complesso, il regolamento delegato SFDR fornisce maggiori dettagli sulla forma e sulla sostanza delle informazioni sulla sostenibilità, compresi i modelli⁷⁴⁶ prescrittivi riportati negli allegati, rendendo così ancora più stringenti le regole per coloro che sono soggetti al SFDR⁷⁴⁷.

Da ultimo, le ESAs hanno proposto ulteriori modifiche al regolamento delegato, in funzione del mandato affidato loro dalla Commissione nell'aprile 2022⁷⁴⁸. In particolare, si vogliono introdurre nuovi indicatori sociali e semplificare il quadro di riferimento per la divulgazione dei principali impatti negativi (PAI) delle decisioni di investimento sull'ambiente e sulla società⁷⁴⁹. In generale, quindi, si intende migliorare

⁷⁴⁵ DAVOLA, «Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio», 530 ss.

⁷⁴⁶ Il contenuto dei modelli è stato parzialmente modificato per prendere in considerazione l'esposizione dei prodotti finanziari ad investimenti in gas naturali ed energia nucleare. Queste informazioni devono essere fornite ai sensi del *Taxonomy Climate Delegated Amendment Act* (di cui *supra* Cap. 1, §6.2.1). Cfr. Regolamento delegato (UE) 2023/363 della Commissione del 31 ottobre 2022 che modifica e rettifica le norme tecniche di regolamentazione stabilite nel regolamento delegato (UE) 2022/1288 per quanto riguarda il contenuto e la presentazione delle informazioni relative all'informativa nei documenti precontrattuali e nelle relazioni periodiche per i prodotti finanziari che investono in attività economiche ecosostenibili, OJ L 50, 17 febbraio 2023, https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2023/363/oj.

⁷⁴⁷ BUSCH, «EU Sustainable Finance Disclosure Regulation», 5.

⁷⁴⁸ ESMA – EBA - EIOPA, «Final Report on draft Regulatory Technical Standards», 4 dicembre 2023, <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-12/JC-2023-55-Final-Report-SFDR-Delegated-Regulation-amending-RTS.pdf>

⁷⁴⁹ Perplexità sull'effettività delle specificazioni offerte dagli RTS erano emerse anche in dottrina. «Se, infatti, si era già avuto modo di evidenziare come una delle maggiori problematiche per gli investitori derivasse dalla difficoltà di comprendere a quali condizioni, un prodotto dovesse ritenersi promuovibile come *light* o *dark green*, e soprattutto di intuire le implicazioni di tale qualificazione, è particolarmente significativo osservare come i RTS non offrano le necessarie delucidazioni integrative

la qualità delle informazioni in relazione al contributo al principio DNSH, semplificare i modelli informativi ed introdurre nuovi *standards* tecnici riguardanti il calcolo degli investimenti sostenibili, il trattamento dei derivati e le disposizioni per i prodotti finanziari con opzioni di investimento sottostanti.

Gli RTS, in definitiva, costituiscono una fonte flessibile di secondo livello deve essere in grado di ridurre le criticità e colmare le incertezze proprie della normativa di primo livello, in favore di un modello concretamente funzionale alla consapevolezza dell'investitore, e, in definitiva, di scongiurare i rischi sistemici derivanti da fenomeni di *greenwashing*⁷⁵⁰.

Il progetto di modifica, passato alla Commissione, dovrebbe essere approvato entro tre mesi dalla sua pubblicazione⁷⁵¹.

(come viceversa auspicato all'indomani dell'entrata in vigore della SFDR, e in parte riconosciuto dalle stesse ESAs) in merito agli Artt. 8 e 9 della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*; allo stesso modo, gli RTS evitano di individuare soglie univoche per la qualificazione di un prodotto come *dark green*, e non chiariscono il significato della locuzione “contribuire al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità” di cui all'Art. 8. Non solo: sebbene grande attenzione sia dedicata all'interno degli RTS alla definizione dei modelli di informativa, gli attuali *template* presentati dalla Commissione non sembrano sufficienti a superare le già evidenziate criticità in termini di *information overload* e comprensibilità da parte degli investitori finali. [...] Se, dunque, alcuni aspetti dell'informativa risultano ad una prima analisi eccessivamente specifici, di contro il modello relativo alla qualificazione dei prodotti finanziari come *dark* ovvero *light green* sembrano peccare di un'eccessiva semplificazione. In particolare, è agevole osservare come – nel tentativo di offrire un'informativa quanto più “netta” possibile – l'intermediario, in caso di offerta di prodotti che promuovono profili connessi alla sostenibilità, ma che tuttavia non hanno tale aspetto quale proprio scopo primario, debba informare immediatamente la controparte circa la circostanza per cui “il prodotto finanziario considerato non ha ad oggetto un investimento sostenibile”. DAVOLA, «Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio», 531 s.

⁷⁵⁰ *Ibid*, 534.

⁷⁵¹ «SFDR: approvate le modifiche agli standard tecnici RTS», *Flash News*, [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it), 5 dicembre 2023, <https://www.dirittobancario.it/art/sfdr-approvate-le-modifiche-agli-standard-tecnici-rts/>.

3.2. La considerazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti nel processo di valutazione di adeguatezza dell'offerta: la revisione della MiFID II.

Il *Sustainable Finance Action Plan* del 2018, coerentemente con le indicazioni di Basilea II, aveva previsto la necessità di integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria (azione 4), modificando gli atti delegati della direttiva MiFID II⁷⁵². Attraverso la consulenza le imprese di investimento, infatti, possono svolgere un ruolo centrale nel riorientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità.

Per quanto rileva in questa sede, si ricorda che MiFID II e MiFIR⁷⁵³ hanno fortificato la posizione della consulenza all'interno dei servizi offerti dagli intermediari e hanno apportato modifiche al regime tradizionale di tutela di cliente, incidendo sulla disciplina relativa alle regole di trasparenza, dell'adeguatezza e dell'appropriatezza. Avendo classificato la clientela secondo parametri oggettivi distinguendo tra operatori non qualificati (clientela c.d. *retail*), controparti qualificate e clienti professionali, la scelta è stata nel senso di estendere regole di protezione inizialmente previste per i soli clienti non professionali anche alla clientela diversa da quella al dettaglio, in un'ottica di sempre maggiore protezione dei primi e sul presupposto della limitata capacità dei clienti professionali di valutare il rischio dei loro investimenti. Per tali ragioni, le informazioni precontrattuali devono essere fornite in maniera più comprensibile, così da consentire ai clienti di comprendere realmente la natura del servizio di investimento, nonché i rischi connessi, ed assumere decisioni con cognizione di causa. Gli intermediari, d'altro canto, vengono qualificati come "indipendenti", in ragione del fatto che non ricevono alcun compenso, diretto o indiretto, da parte delle imprese fornitrici dei prodotti finanziari. Il consiglio di investimento, pertanto, diviene scevro

⁷⁵² Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (rifusione), OJ L 173, 12 giugno 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex%3A32014L0065>. Poi integrata dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva, OJ L 87, 31 marzo 2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017R0565>.

⁷⁵³ Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, OJ L 173, 12 giugno 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:32014R0600>.

da interessi personali e considera esclusivamente le esigenze dell'investitore finale, ai fini dell'acquisto del "migliore possibile" tra i prodotti offerti dal mercato.

Un'ulteriore novità riguarda la *Product Governance*, che il legislatore ha deciso di considerare nella prospettiva di un allargamento a fasi antecedenti al contratto di investimento, ossia la fase di ideazione del prodotto, prevedendo regole non previste nella prima stagione normativa della MiFID⁷⁵⁴.

Volendo soffermarsi sulla *product governance*, la Commissione europea con la Comunicazione del 21 aprile 2021 la pubblicazione della direttiva delegata (UE) 2021/1269 di modifica della direttiva delegata (UE) 2017/593 (MiFID) "per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti"⁷⁵⁵. Si agisce, pertanto, sulla fase di realizzazione degli strumenti finanziari che si articola: i) nel processo di approvazione del prodotto prima della commercializzazione o distribuzione alla clientela, che identifica il mercato di riferimento dei clienti finali e dispone la strategia di distribuzione; ii) nell'ideazione dei prodotti finalizzata alla soddisfazione delle esigenze del mercato di riferimento. Il nuovo art. 9, par. 1, impone alle imprese di investimento, nella prima fase di realizzazione, di specificare tra le esigenze del tipo di cliente del mercato di riferimento anche "eventuali obiettivi legati alla sostenibilità", nonché l'individuazione di eventuali gruppi di clienti le cui esigenze non sono compatibili con lo strumento finanziario, "fatta eccezione per gli strumenti finanziari che considerano i fattori di sostenibilità", per i quali, quindi, non è necessaria l'individuazione di un mercato negativo di riferimento. I fattori di sostenibilità individuati sono, poi, presentati in modo trasparente ai distributori, ai quali vengono fornite informazioni pertinenti sul

⁷⁵⁴ Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari, OJ L 87, 31 marzo 2017, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0593>.

Il tema, comunque, è sicuramente vastissimo e, per quanto di interesse in questa sede, fra gli altri A. M. PANCALLO, «Le regole di condotta degli intermediari», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 1 (2020): 62–84; M. RABITTI, «Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II», *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. Supplemento al n. 1 (2020): 145–77.

⁷⁵⁵ Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti, OJ L 277, 2 agosto 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021L1269>.

tema (par. 13)⁷⁵⁶. Un punto da segnalare emerso nei lavori preparatori è il tentativo di arginare il rischio di “vendite improprie”, da cui discende l’obbligo di “identificare chiaramente gli obiettivi di investimento e i vincoli di sostenibilità”, mantenendo comunque “la possibilità di individuare un mercato di riferimento per i clienti senza obiettivi legati alla sostenibilità”⁷⁵⁷.

Per quanto attiene, invece, alla consulenza, si è proceduto con regolamento delegato 2021/1253/UE⁷⁵⁸ ad inserire l’obbligo per i consulenti finanziari di ottenere dal cliente informazioni, non solo sulle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, sulla capacità di sostenere perdite e sulla tolleranza al rischio, ma anche sulle preferenze in fatto di sostenibilità, comportando, in tal modo, il conseguente obbligo per gli stessi di valutare una gamma di strumenti e prodotti finanziari⁷⁵⁹ inclusivi dell’aspetto della sostenibilità⁷⁶⁰.

⁷⁵⁶ PERRONE - CARDANI, «Investment Services and the Risks of Sustainable Finance».

⁷⁵⁷ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 470.

⁷⁵⁸ Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l’integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento, OJ L 277, 2 agosto 2021, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1253>.

Il regolamento, inoltre, è divenuto direttamente applicabile negli Stati membri a partire dal 2 agosto 2022, senza necessità di uno specifico intervento di trasposizione a livello domestico.

⁷⁵⁹ La nozione di “prodotto finanziario” di cui ai SFDR e TR è più ampia e trasversale di quella di cui alla MiFID II. Ad esempio, i portafogli gestiti, pur costituendo uno strumento finanziario ai sensi del SFDR, non rientrano nella corrispondente elencazione dell’Allegato II, Sezione C), MiFID. Rappresenta questo un primo elemento di difficoltà per gli intermediari nella selezione e nell’offerta alla clientela del paniere di strumenti finanziari dotati di ambizioni di sostenibilità. M. RISPOLI FARINA, «La sostenibilità nei servizi di investimento», in *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale* (XIV Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale», Roma, 2023), 8.

⁷⁶⁰ Considerando 5, Regolamento delegato (UE) 2021/1253; COMMISSIONE EUROPEA, n (93), 12.

Non si tratta, invero, di una novità perché la Consob, nel marzo 2020, in occasione dell’entrata in vigore delle disposizioni del SFDR, aveva ricordato come gli “Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”, emanati dall’ESMA nel 2018, presentavano già tra le “buone prassi” degli operatori finanziari la valutazione di “elementi non finanziari” tra le preferenze della clientela, in occasione della raccolta di informazioni sugli obiettivi di investimento, con specifico riferimento alle “preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di *governance*”. CONSOB, «Richiamo di attenzione n. 1/20», 12 marzo 2020, https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/ra_2020_01.pdf/741cfd37-2536-2612-7e56-4770bed73203; ESMA, «Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID II», 6 novembre 2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_it.pdf.

È stata, innanzitutto, prevista il dovere per le imprese di investimenti di tener conto dei fattori ESG nella definizione del modello organizzativo-procedurale sotteso alla prestazione dei servizi di investimento (nuovo art. 21 MiFID II), in modo da garantire che il personale sia in possesso delle qualifiche, conoscenze e competenze necessarie. In particolare, è richiesto di “istituire, applicare e mantenere politiche e procedure di gestione del rischio idonee, che consentano di individuare i rischi legati alle attività, ai processi e ai sistemi dell’impresa e, se appropriato, determinare il livello di rischio tollerato dall’impresa. In tale contesto le imprese di investimento tengono conto dei rischi di sostenibilità” (art. 23). Come a sostenere che vi debba essere coerenza nel modello di *business* adottato e considerazione per le possibili esternalità negative degli investimenti.

Con specifico riguardo agli obblighi informativi nei confronti della clientela in riferimento al tipo di consulenza prestata, il nuovo art. 52, par. 3 prevede l’obbligo di rendere la prima informata *ex post* anche in merito ai fattori di sostenibilità eventualmente presi in considerazione nel processo di selezione degli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione.

L’art. 54, in particolare, rubricato “valutazione dell’idoneità e relazioni sull’idoneità”, inserisce tra i criteri da considerare nel quadro della prestazione del servizio di gestione del portafoglio le “eventuali preferenze di sostenibilità”⁷⁶¹ rispetto agli obiettivi di investimento del cliente (par. 2, lett. a), nonché alle informazioni da richiedere al cliente (par. 5). Viene, inoltre, imposto alle imprese di investimento di non raccomandare né decidere di negoziare “strumenti finanziari come rispondenti alle

⁷⁶¹ L’art. 2, punto 7 della nuova MiFID II definisce le “preferenze di sostenibilità” come “la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari: a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell’articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio; b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o il potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell’articolo 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio; c) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente”. Nella sostanza, le imprese di investimento valutano nel processo di selezione degli strumenti finanziari una quota comprendente attività economiche eco-sostenibili ai sensi dell’art. 3 TR, una quota minima che tiene presente, alternativamente, le preferenze espresse dal cliente rispetto ad investimenti sostenibili nel significato di cui alla SFDR, oppure la presa in considerazione degli effetti negativi sui fattori di sostenibilità. BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 466.

preferenze di sostenibilità di un cliente o potenziale cliente se essi non soddisfano tali preferenze”, motivando le ragioni e conservando la relativa documentazione (par. 10). La relazione, poi, presentata al cliente al dettaglio deve essere corredata delle sue preferenze di sostenibilità (par.12).

Sostanzialmente, le questioni legate alla sostenibilità rientrano, ad oggi, in ogni ambito di attività delle imprese di investimento, a partire dalla raccolta delle preferenze di sostenibilità e dall’aggiornamento dei modelli di valutazione di adeguatezza e di profilatura del rischio associato a ciascun cliente, fino ad arrivare alla puntuale definizione del catalogo degli strumenti finanziari proposti alla clientela connotati da caratteristiche ESG⁷⁶². Quindi, le modifiche legislative riorganizzano la consulenza finanziaria e la gestione dei portafogli imponendo alle imprese che la svolgono - fra cui rientrano, lo si ricorda, le banche - di svolgere una valutazione del canone aggiuntivo costituito dalle preferenze di sostenibilità per il cliente, anche soltanto potenziale. Pertanto, soltanto nel momento in cui tali preferenze venissero integrate nel servizio, si potrebbe ritenere che l’operatore abbia onorato la clausola generale di adeguatezza, cioè la *best execution rule*⁷⁶³.

In questo contesto, un ruolo decisivo è (nuovamente) ricoperto dall’Autorità di vigilanza, l’ESMA, che ha modificato i propri precedenti Orientamenti⁷⁶⁴, principalmente al fine di includere i profili di sostenibilità nel processo di adeguatezza, tenendo conto delle novità di cui al pacchetto MiFID II.

⁷⁶² D. VARANI - D. LUNETTA - D. DI MARTINO, «ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento», Approfondimenti, dirittobancario.it, 30 giugno 2022, https://www.dirittobancario.it/art/esg-impatti-sulla-prestazione-dei-servizi-di-investimento/#_ftn8.

⁷⁶³ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 468.; M. COSSU, «Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario», *Banca Impresa Società*, fasc. 3 (dicembre 2022): 470, <https://doi.org/10.1435/105421>.

⁷⁶⁴ Ci si riferisce agli Orientamenti del 2018, n (739). Il 27 gennaio 2022 l’ESMA ha avviato una consultazione per la modifica di tali orientamenti che si è conclusa il 27 aprile 2022. Il *Final Report* è stato pubblicato il 23 settembre 2022, mentre la versione ufficiale delle nuove *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* è stata pubblicata sul sito *internet* dell’ESMA il 3 aprile 2023. CONSOB, «Avviso Consob del 25 maggio 2023 in merito all’aggiornamento degli Orientamenti emanati dall’ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II», https://www.consob.it/documents/1912911/2093952/avviso_20230525.pdf/aa412f7f-bf5d-3d40-be97-c3ff9b929261; ESMA, «Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II», 3 aprile 2023, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf.

Nel dettaglio, il nuovo processo di valutazione dell'adeguatezza del cliente richiede alle imprese di investimento di spiegare in maniera chiara e comprensibile i concetti chiave di cui al nuovo art. 2, senza, quindi, utilizzare un linguaggio tecnico. Gli operatori sono pertanto invitati a raccogliere informazioni “sufficientemente granulari” in modo da consentire una corrispondenza tra le “preferenze di sostenibilità” della clientela, quali indicate durante il *suitability test* in riferimento a ciascuna delle tipologie di cui alla lett. a), b), e c) dell'art. 2, par. 7, e le caratteristiche degli strumenti finanziari sostenibili. L'Autorità specifica, inoltre, che le preferenze di sostenibilità intervengono a valle della valutazione di adeguatezza finanziaria legata ai criteri tradizionali, essendo qualificabili come preferenze di secondo grado⁷⁶⁵. Le ragioni risiederebbero nella necessità di scongiurare il rischio di *greenwashing* di secondo livello e garantire che il prodotto venga allocato presso un cliente soltanto qualora sia adeguato dal punto di vista finanziario e quindi efficiente in termini di rapporto rischio/rendimento, anche nel caso in cui risponda ai suoi obiettivi di sostenibilità. In tal modo, scindendo le preferenze di sostenibilità dalla valutazione di adeguatezza, si intende anche proteggere l'intermediario da responsabilità in merito all'eventuale errata valutazione delle preferenze del cliente⁷⁶⁶.

In tale contesto, l'ESMA introduce un'importante novità rispetto alla valutazione di adeguatezza fondata su criteri tradizionali, dal momento che consente all'impresa di raccomandare un prodotto che non soddisfi le preferenze iniziali nel caso in cui il cliente decida di adattare allo strumento oggetto di raccomandazioni. Tale ipotesi non deve rappresentare uno *standard* operativo e l'adattamento delle preferenze deve riguardare esclusivamente il singolo prodotto/transazione e non la profilatura del cliente⁷⁶⁷. Laddove, invece, il cliente dichiara di non avere preferenze di sostenibilità, si raccomanda di considerarlo “neutro rispetto alla sostenibilità”, lasciando libera l'impresa di investimento di consigliare tanto strumenti sostenibili quanto privi di caratteristiche ESG⁷⁶⁸.

⁷⁶⁵ L. ZITIELLO, «Esmas detta la linea sulle preferenze ESG dei clienti», *We Wealth*, 20 giugno 2022, <https://www.zitielloassociati.it/wp-content/uploads/2022/06/esma-detta-la-linea-sulle-preferenze-esg-dei-clienti.pdf>.

⁷⁶⁶ COSSU, «Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario», 470 s.

⁷⁶⁷ ESMA, «Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II», n. 83.

⁷⁶⁸ *Ibid*, n. 57.; PERRONE - CARDANI, «Investment Services and the Risks of Sustainable Finance», 9.

In generale, questo modello, caratterizzato da una granularità crescente delle informazioni da assumere, non risulta funzionale al cliente *retail* o al consumatore, poiché richiede un apprezzabile livello di educazione finanziaria e di consapevolezza finanziaria. Ugualmente, non è detto che il prodotto proposto dal consulente sia adeguato sia in termini finanziari che alle preferenze di sostenibilità del cliente⁷⁶⁹.

In tema di novità sull'organizzazione e procedure di prestazione dei servizi di investimento, diviene così necessario che il personale delle imprese di investimento sia in possesso di un'adeguata conoscenza delle caratteristiche ESG del prodotto che si intende raccomandare alla clientela (“*know your merchandise rule*”). Pertanto, le politiche di *knowledge and compliance* dovranno assicurare un'adeguata formazione del personale nella conoscenza sia dei concetti chiave in materia ESG, sia della distinzione tra strumenti finanziari con vari livelli di ambizione di sostenibilità, al fine di ovviare al rischio di pratiche di vendita impropria o di errata rappresentazione di strategie finanziarie. Anche i sistemi di controllo non possono che essere interessati dalle modifiche, dovendo includere nei propri *monitoring plans* controlli specifici relativamente al rispetto della normativa di sostenibilità e della corretta valutazione dei rischi ESG da parte degli intermediari⁷⁷⁰.

In conclusione, si possono riportare i risultati di un recente studio della Consob⁷⁷¹ che ha preso in esame ventidue questionari di profilazione, aggiornati tra il 2017 e il 2020. Ciò che emerge è la presenza, sicuramente dovuta anche al contributo degli Orientamenti ESMA, di strumenti di rilevazione delle caratteristiche dei clienti di maggior qualità rispetto a quanto emerso in una precedente indagine Consob del 2012. Più nel dettaglio, si rinviene un innalzamento del livello di completezza e chiarezza dei contenuti e dei termini e circoscritti elementi di attenzione ad algoritmi e metriche adottati nella profilazione. Permangono, tuttavia, problemi relativi, ad esempio, alla ridotta presenza di domande di natura auto-valutativa, la limitata ampiezza dei controlli di coerenza interna delle informazioni raccolte e debolezze nel processo di calibrazione dei punteggi e delle fasce di profilazione.

⁷⁶⁹ COSSU, «Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario», 471.

⁷⁷⁰ VARANI - LUNETTA - DI MARTINO, «ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento»; RISPOLI FARINA, «La sostenibilità nei servizi di investimento», 13 ss.

⁷⁷¹ F. QUARANTA - P. SOCCORSO, «Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Recenti tendenze.», *Bancaria*, fasc. 11 (2023): 71–75.

4. **Strumenti a sostegno delle imprese nella transizione eco-sostenibile: il credito bancario e gli *European Green Bonds*.**

La centralità del ruolo ricoperto dagli entri creditizi nel sostenere l'adattamento dell'economia alla sostenibilità consente agli stessi di convogliare capitali verso determinati settori e di influenzare gli enti finanziati.

In particolare, i fattori ESG possono dar luogo a pratiche bancarie sostenibili, ecologiche o responsabili. L'inclusione di aspetti ESG, inoltre, rappresenta dal punto di vista commerciale, un'opportunità per entrare in mercati nuovi, attrarre la clientela interessata a questi profili, nonché ottenere vantaggi reputazionali. L'esercizio di attività *ESG-loan* è, ormai, ampiamente praticato dalle banche comuni e non più solo da banche etiche, il cui scopo è promuovere obiettivi sociali o etici, oltre alla massimizzazione del profitto. Si assiste, infatti, ad un notevole dinamismo bancario nel formulare proposte di prodotti che soddisfino richieste di servizi finanziari socialmente responsabili e rispettosi dell'ambiente nel tradizionale esercizio di attività bancaria, di credito o di raccolta⁷⁷².

D'altro canto, per finanziare singoli progetti aventi obiettivi di sostenibilità, le imprese ricorrono al debito, sottoforma sia di emissioni obbligazionarie, sia di prestiti. Invero, accanto a strumenti finanziari sostenibili del mercato di capitali, come i *green bonds* (§4.2.), esistono diversi prodotti bancari sostenibili. Tra questi ultimi, come a breve si vedrà (§4.1.), si rinvengono i prestiti verdi (*green loan*) oppure i prestiti legati alla sostenibilità (*sustainability-linked loan*). Entrambe sono tipologie di finanziamento che si innestano nell'ambito della normale attività di credito, con la particolarità di presentare clausole contrattuali che permettono, appunto, di inquadrarli all'interno di tipi contrattuali definibili come *ESG-loan* oppure *ESG-linked loan*.

In merito, invece, all'attività di raccolta, tra i depositi corrispondenti a profili ESG si ricordano i depositi verdi (*green deposit*) oppure, più generalmente, i prodotti denominabili *sustainability-linked deposit*. I fondi in questo modo raccolti vengono

⁷⁷² BEVIVINO, «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 488 ss.; BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», 52.

assegnati ad un determinato *pool* di attività che soddisfano determinati criteri di sostenibilità, ovvero, in generale, sono ESG compatibili⁷⁷³.

4.1. L'integrazione della sostenibilità nell'analisi del merito creditizio.

Generalmente parlando, ogni operazione di finanziamento ad un'impresa richiede, per sua stessa natura, una valutazione di sostenibilità, che riguarda, primariamente, la sua capacità di remunerare in un tempo definito il finanziamento stesso. Si tratta, da questo punto di vista, di una valutazione tipicamente economica, relativa al mantenimento, da parte dell'impresa finanziata, del proprio equilibrio finanziario. Riprendendo quanto già accennato e richiamato *supra*⁷⁷⁴, si potrebbe parlare di “sostenibilità intrinseca” (simile a “stabilità” dell'impresa), in quanto strettamente legata alla capacità della finanziata di generare ricavi tali da rimborsare il debito ed eventualmente remunerare il capitale. Diversamente, la “sostenibilità estrinseca” (la “sostenibilità” per come finora intesa) riguarderebbe le esternalità negative della gestione dell'impresa finanziata, con particolare riguardo ai fattori ESG⁷⁷⁵.

È necessario in questa sede ricordare che lo strumento bancario per eccellenza, l'erogazione del credito, assume un ruolo di assoluta primazia nel nostro sistema economico e finanziario, sia in considerazione della sua prossimità rispetto ad altre forme di finanziamento, sia, si è visto, per la posizione decisiva del sistema di vigilanza prudenziale, sul piano europeo e domestico. Pertanto, il credito bancario rappresenta, per le imprese italiane, la forma di finanziamento più rapida, accessibile e flessibile, che spesso tende ad ibridarsi in varie tipologie, come accade, ad esempio nei finanziamenti su tematiche ESG⁷⁷⁶. Risultano, infatti, ampiamente diffusi i *green loans*, che finanziano esclusivamente progetti verdi caratterizzati da chiari benefici ambientali. I *sustainability-linked loans*, invece, incentivano il profilo dei debitori per

⁷⁷³ *Ibid.*

⁷⁷⁴ Si veda in tema di concezione interna ed esterna di sostenibilità, cap. 1§1.1. n. 18 del presente elaborato.

⁷⁷⁵ A. CHILOIRO, «ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici», *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1 (2022): 263, <https://doi.org/10.1433/104838>; STELLA RICHTER JR, «Long-Termism», 30.

⁷⁷⁶ CHILOIRO, «ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici», 268.

il tramite del raggiungimento di obiettivi di *performance* di sostenibilità predeterminati. In questo secondo tipo di contratto, l'utilizzo dei proventi non è necessariamente destinato ad investimenti *green*, a differenza del carattere determinante che assume nel primo. La principale differenza, quindi, risiede nell'accesso per il mutuatario al finanziamento. Mentre nel caso dei *green loans* l'impresa finanziata deve necessariamente aver rispettato gli obiettivi prefissati, nel caso dei *sustainability-linked loans*, invece, il mutuatario può accedere ai finanziamenti in proporzione alla misura in cui ha conseguito tali obiettivi di sostenibilità⁷⁷⁷.

Analizzando gli sviluppi regolamentari in ambito bancario di matrice comunitaria, a testimonianza del crescente interesse verso i fattori ESG e della progressiva integrazione degli stessi in ciascuna attività degli istituti di credito, l'ABE ha pubblicato nel 2020 gli "Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti"⁷⁷⁸, la cui applicazione, cominciata il 30 giugno 2021, sarà completata entro giugno 2024⁷⁷⁹.

Questo *framework* richiede una profonda rivisitazione dei processi di concessione del credito, la rimodulazione dei meccanismi e dei contenuti dei sistemi di valutazione del merito creditizio, l'innovazione dei modelli di monitoraggio del credito in un'ottica predittiva in grado di intercettare fin dai primi segnali il deterioramento del credito, al fine di attivare le opportune operazioni gestionali. La novità sicuramente più rilevante ai fini del presente elaborato è l'incorporazione dei

⁷⁷⁷ BEVIVINO, «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 490.

⁷⁷⁸ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti», 29 maggio 2020, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf.

⁷⁷⁹ Si intende in tal modo concedere agli intermediari bancari europei un tempo sufficientemente lungo per ridefinire l'intero processo di concessione e monitoraggio dei prestiti, anche dal punto di vista dei contenuti, informativi e documentali, della relazione con la clientela. Peraltro, le Linee Guida dell'ABE sono state recepite in Italia sottoforma di Orientamenti di Vigilanza della Banca d'Italia, per il tramite della nota n. 13, pubblicata in data 20 luglio 2021, che ha modificato le circolari n. 285/2013 ("Disposizioni di vigilanza per le banche") e n. 288/2015 ("Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari"). BANCA D'ITALIA, «Nota n. 13 del 20 luglio 2021», <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/elenco-esa/note/Nota-n-13-del-20-luglio-2021.pdf>.

rischi ESG nei modelli di rischio creditizio, da intendersi, lo si ricorda, come il rischio che la banca sostiene nell'attività, appunto, di erogazione⁷⁸⁰.

Le *Guidelines* intendono, pertanto, favorire l'orientamento a fattori della sostenibilità dei modelli imprenditoriali e delle politiche di concessione dei prestiti. In tale prospettiva, ci si attende che le banche, in un prossimo futuro, orientino i propri flussi di credito verso progetti imprenditoriali sostenibili e a supporto di interventi che favoriscano la riduzione degli impatti ambientali di attività *brown*. A tal fine, gli enti creditizi dovrebbero, da un lato, premiare attività e controparti sostenibili e, dall'altro, facilitare l'accesso alla transizione di attività che ancora non lo sono⁷⁸¹.

In tal senso, innanzitutto, l'ABE fornisce una definizione di "prestito sostenibile dal punto di vista ambientale" quale "prestito volto a finanziare attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale. Fa parte del più ampio concetto di «finanza sostenibile», espressione con la quale si intende qualsiasi strumento finanziario o investimento, compresi titoli di capitale, titoli di debito, garanzie o strumenti di gestione dei rischi emessi in cambio della prestazione di attività di finanziamento che soddisfano i criteri della sostenibilità ambientale"⁷⁸².

Le Linee Guida, quindi, divise in cinque sezioni, intervengono su ogni fase, sia antecedente che successiva al rapporto creditizio, per garantire una reale integrazione dei fattori ESG.

In tema di *internal governance* (sezione 1), il Consiglio di Amministrazione è chiamato ad approvare la strategia di gestione del rischio di credito e la strategia aziendale, assicurando che entrambe siano coerenti con il *framework* di propensione al rischio (*Risk Appetite Framework* (RAF) e *Risk Appetite Statement* (RAS) strutturato dal *risk Management* e approvato dal cda), con il *budgeting*, nonché con i processi di autovalutazione dell'adeguatezza patrimoniale e della liquidità (ICAAP e ILAAP)⁷⁸³.

In tema di propensione al rischio, le Linee Guida adottano, finalmente, un approccio olistico tra gestione dei rischi di credito e rischi ESG. Gli enti, infatti,

⁷⁸⁰ LENER - LUCANTONI, «Sostenibilità ESG e attività bancaria», 18

⁷⁸¹ P. PORRETTA ET AL., «Il *pricing* del credito: rischio, sostenibilità e Linee Guida dell'Eba. Il modello Ics e le sfide per le banche», *Bancaria*, fasc. 12 (2023): 63.

⁷⁸² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti», 5.

⁷⁸³ E. ALAIO - M. BOWINKEL, «Impatti sul processo del credito delle Linee guida EBA in materia di erogazione e monitoraggio», *Amministrazione & Finanza*, fasc. 10 (2020): 68.

dovrebbero tener conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari e del potenziale impatto dei fattori ambientali, ai fini del calcolo della loro propensione al rischio di credito e delle politiche e procedure ad esso relative⁷⁸⁴. Particolare attenzione è riservata ai prestiti sostenibili sotto il profilo ambientale (*environmentally sustainable lending*), per i quali l'ABE richiede l'elaborazione di un elenco dei progetti, delle attività e dei requisiti di accesso a crediti qualificati come sostenibili dal punto di vista ambientale, nonché una descrizione delle misure di monitoraggio degli stessi⁷⁸⁵. A tal fine, la cultura del rischio deve comprendere l'adozione di un'adeguata "linea dall'alto", tale da assicurare che il credito sia concesso a clienti in grado di soddisfare termini e condizioni del contratto, anche considerando l'impatto sulla posizione patrimoniale, sulla redditività e sulla sostenibilità dell'ente, "nonché i relativi fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG)"⁷⁸⁶.

Non a caso, infatti, nella valutazione del merito di credito delle imprese le banche devono valutare anche l'esposizione del modello di *business* del prenditore di fondi ai fattori ESG, con particolare riguardo ai fattori ambientali, all'impatto sul cambiamento climatico e all'adeguatezza delle strategie di mitigazione, nonché prestare attenzione all'ubicazione fisica e all'efficienza energetica degli immobili residenziali o non residenziali⁷⁸⁷. Pertanto, *assets* con elevati livelli di esposizione a rischi di transizione o fisici incideranno negativamente sul giudizio relativo al merito creditizio di un'impresa, in quanto compromettenti della qualità delle esposizioni creditorie degli

⁷⁸⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti», par. 56 e 57.

⁷⁸⁵ *Ibid*, par. 58; SCHNEIDER, «Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile», 340.

⁷⁸⁶ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti», par. 27.; A. BOTTI ET AL., *Sostenibilità e valore ESG*, Professionisti&Imprese (Maggioli, 2023), 154 ss.

⁷⁸⁷ Per l'identificazione di tali clienti, "gli enti dovrebbero valutare la possibilità di utilizzare *heat maps* che evidenzino, ad esempio, i rischi climatici e ambientali dei singoli (sotto-) settori economici in un grafico o su un sistema di misura. Per i prestiti o i clienti associati a un rischio ESG più elevato, è necessaria un'analisi più approfondita del modello di business effettivo del cliente, compresa una revisione delle emissioni di gas a effetto serra attuali e previste, del contesto di mercato, dei requisiti di vigilanza ESG per le società in esame e del probabile impatto della regolamentazione ESG sulla posizione finanziaria del cliente". *Ibid*, par. 126, 127, 146 e 208.

enti creditizi. Gli stessi criteri dovranno orientare le decisioni sul credito relative ad operazioni di finanziamento speciali, quali operazioni di *project financing*⁷⁸⁸.

La tripla prospettiva di *scoring ESG* dell'affidabilità creditizia⁷⁸⁹, che si è appena analizzata, è poi funzionale a fissare il *pricing* (sezione 3) del finanziamento, tradizionalmente ispirato alla regola prudenziale di proporzionalità inversa tra il tasso di interesse e l'affidabilità del cliente (per cui, più un cliente è affidabile meno costoso sarà il finanziamento). Per tali ragioni, anche la definizione del *pricing framework* dovrebbe essere costruita in un'ottica ESG. Pertanto, il *pricing at risk system ESG oriented* rappresenterebbe il momento di sintesi operativa tra le strategie di rischio di credito, le *policy* del credito l'*assessment* del merito creditizio e della misurazione della redditività marginale corretta per il rischio prodotta dal prestito⁷⁹⁰. Nel processo di transizione verso un'economia sostenibile, la mancanza di un coerente *pricing* comporterebbe l'assunzione di rischi eccessivi, oppure la cessione di quote di mercato ad istituti di credito più virtuosi, compromettendo così la redditività a lungo termine e la sua capacità competitiva⁷⁹¹.

Infine, il processo di monitoraggio (sezione 5), come richiesto dall'applicazione del principio contabile IFRS9, impone agli amministratori di adottare un approccio *lifetime forward looking*, ossia un monitoraggio costante dell'intero ciclo di vita delle esposizioni creditizie, per verificare periodicamente la classificazione delle singole posizioni debitorie nelle tre classi di rischio: *stage 1*, crediti esigibili; *stage 2* c.d. *Unlikely To Pay* (UTP), se il debitore presenta i primi segnali di sofferenza; *stage 3*, *Non Performing Loan* (NPL), nel caso di crediti deteriorati⁷⁹².

Per realizzare l'introduzione dell'esposizione dei rischi ESG delle controparti nel processo di concessione e monitoraggio dei crediti, potrebbe essere necessaria la definizione delle "liste di esclusione" di determinati clienti, oppure l'assegnazione di

⁷⁸⁸ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR», par. 24 e 366.

⁷⁸⁹ Che richiede, quindi, l'analisi i) della solidità finanziaria del cliente e l'idoneità delle garanzie prestate; ii) l'esposizione delle garanzie a rischi climatici; iii) la rilevanza degli impieghi in una prospettiva di transizione ecologica del paese.

⁷⁹⁰ A. LETIZIA - P. PORRETTA, «Evoluzione del framework di Credit Risk Management in banca tra IFRS 9 e Basilea 3», *Bancaria*, fasc. 10 (2018): 40–62.

⁷⁹¹ LENER - LUCANTONI, «Sostenibilità ESG e attività bancaria», 18; PORRETTA ET AL., «Il *pricing* del credito: rischio, sostenibilità e Linee Guida dell'Eba. Il modello Ics e le sfide per le banche», 66.

⁷⁹² *Ibid.*

un *plafond* creditizio per favorire il percorso di transizione delle aziende finanziate e la riqualificazione energetica delle abitazioni private, oppure, ancora, l'offerta di polizze assicurative a copertura dei rischi fisici. In questo contesto, il problema principale per le banche è l'insufficienza delle informazioni e dati non finanziari fornite dalle imprese, in particolare dalle PMI non destinatarie, nella maggior parte dei casi, di obblighi informativi, che rappresentano ovviamente il prerequisito essenziale per la valutazione del merito e l'integrazione dei rischi nel *framework* di governo e gestione degli stessi⁷⁹³. Un'ulteriore criticità riguarda il *rating ESG*, cioè i criteri e le metodologie di valutazione del rispetto da parte dell'impresa finanziata dei fattori di sostenibilità. Tale valutazione, ad oggi, viene operata dai finanziatori senza necessità di mediazione da parte di fonti normative legali o regolamentari, con la conseguenza dell'assenza di un rigorosissimo scrutinio sulla reale consistenza dei criteri di sostenibilità che integrano la valutazione del merito creditizio⁷⁹⁴.

Per concludere, ci si può riportare ai risultati di un recente studio sull'approccio metodologico adottato dall'Istituto per il Credito Sportivo. Ciò che emerge è che, allo stato attuale, un numero decisamente ristretto di banche ha avviato progetti organici di *data governance*, intesi a fornire una base dati completa e di elevata qualità sui profili di rischio climatico e ambientale. Tuttavia, si rinviene nel complesso l'esigenza di sviluppare un patrimonio informativo composto da dati più granulari, al fine di comprendere pienamente l'esposizione ai rischi di sostenibilità⁷⁹⁵.

4.2. I requisiti di classificazione di un'“obbligazione verde europea” secondo il nuovo regolamento “*Green Bond*”.

Tra i prodotti e gli strumenti di finanza sostenibile di cui si è registrata una crescita costante nel tempo, vi sono i c.d. *green bonds*. A partire dall'esordio nel 2007-08 con l'emissione dei “*Climate Awareness Bonds*” da parte della Banca Europea degli Investimenti (BEI) e dei “*Green Bonds*” da parte della banca mondiale⁷⁹⁶, il mercato

⁷⁹³ PORRETTA ET AL., «Il *pricing* del credito: rischio, sostenibilità e Linee Guida dell'Eba. Il modello Ics e le sfide per le banche», 64 s.

⁷⁹⁴ CHILOIRO, «ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici», 286.

⁷⁹⁵ *Ibid*, 75.

⁷⁹⁶ BERNARDINI ET AL., «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile», 53.

di questi strumenti è cresciuto notevolmente sia in termini di importi⁷⁹⁷ che per qualità degli emittenti. Se, infatti, nei primi anni di disponibilità di tale strumento, esclusivamente le istituzioni finanziarie internazionali erano interessate all'emissione, successivamente anche singole aziende lo hanno utilizzato⁷⁹⁸. Anche l'Italia, in linea con gli impegni del *Green Deal*, ha emesso nel 2021 il suo primo "titolo di Stato" *green* (il BTP verde), volto a supportare gli ingenti investimenti da realizzare per la trasformazione delle infrastrutture energetiche⁷⁹⁹.

Tuttavia, nella sua fase di vita iniziale, il *green bond* non risultava regolamentato dai legislatori degli Stati membri, né tantomeno dall'Unione europea. Pertanto, le forze del mercato sono intervenute a colmare questo vuoto, affidando ad enti privati la definizione di *standards* e linee guida per l'emissione di *green bonds*. Nel 2014, infatti, la *International Capital Markets Association* (ICMA)⁸⁰⁰ ha pubblicato i propri "*Green Bond Principles*" (GBPs)⁸⁰¹, che "rappresentano oggi lo *standard* più diffuso per qualificare come *green* determinati titoli"⁸⁰². Si tratta, comunque, di principi applicati

⁷⁹⁷ Sulla base dei dati forniti dalla CBI nel *Report* riferito al 2022, il debito classificato come *green, social e sustainability (GSS)*, correlato alla sostenibilità e alla transizione, ha raggiunto un volume complessivo di 417,8 miliardi di dollari nella prima metà dell'anno. Nel secondo trimestre dell'anno, in particolare, si è verificato un incremento delle emissioni in parola con un volume di 121,3 miliardi di dollari. L'aumento dei tassi d'interesse e l'elevata volatilità dei mercati hanno tuttavia determinato una diminuzione delle emissioni obbligazionarie, compresi i volumi di *GSS bonds* che hanno registrato un'impennata negli ultimi anni. I volumi cumulativi delle emissioni etichettate GSS si sono attestati a 3,3 miliardi di dollari alla fine del primo semestre 2022, mentre i volumi cumulativi verdi si sono attestati a 1,9 miliardi di dollari. CLIMATE BONDS INITIATIVE (CBI), «Global State of the Market Report 2022», 2023, https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf.

Secondo ulteriori stime previsionali, entro il 2026 i *green bonds* arriveranno a rappresentare quasi la metà dell'intero mercato del debito UE, anche in considerazione del piano temporaneo di aiuti finanziari *Next Generation EU* e delle emissioni di *green bonds* da parte dell'UE. PWC LUXEMBOURG, «ESG Transformation of the Fixed Income Market», Sustainable Finance Series, 2022, <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/docs/esg-transformation-fixed-income-market.pdf>.

⁷⁹⁸ Tra le grandi aziende italiane coinvolte nell'emissione di *green bonds* si menzionano, a titolo esemplificativo, Enel, Cdp, Ferrovie dello Stato e Intesa Sanpaolo.

⁷⁹⁹ L'emissione, seppur in ritardo rispetto ad altri paesi, è stata inaspettatamente accolta da un notevole successo, rappresentato da richieste dieci volte superiore all'offerta. F. CAPRIGLIONE, *Clima energia e finanza. Una difficile convergenza*, Studi di diritto dell'economia (Utet Giuridica, 2023), 173.

⁸⁰⁰ La *International Capital Markets Association* (ICMA) è l'associazione internazionale dei mercati di capitali, che promuove a livello globale la resilienza del mercato dei titoli e il suo funzionamento ottimale. ICMA, «About ICMA», <https://www.icmagroup.org/About-ICMA/>.

⁸⁰¹ L'ultima versione risale a giugno 2021. Cfr. ICMA, «Green Bond Principles», giugno 2021, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>.

⁸⁰² C. MARASCO, «Il mercato dei *green bond* alla prova della disciplina europea», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2022): n. 21.

su base volontaria, che regolano la valutazione e la selezione dei progetti, la gestione e l'utilizzo dei ricavi e la rendicontazione.

I GBPs forniscono la definizione di *green bond*, quale “any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects and which are aligned with the four core components of the GBP”⁸⁰³. I *green projects* ammissibili sono definiti attraverso un elenco non esaustivo di categorie di progetti comunemente considerate benefiche per l'ambiente. In secondo luogo, per garantire la corretta allocazione dei proventi dell'obbligazione, questi devono essere separati da altri *assets* dell'emittente, con una contabilità separata o un'allocazione in conti *ad hoc*. In terzo luogo, informazioni dettagliate sul progetto proposto devono essere fornite agli investitori, con particolare riguardo agli “obiettivi di sostenibilità ambientale”. Infine, si richiede che l'emittente nomini un revisore esterno per la verifica *ex ante* sulla conformità dell'emissione ai GBPs e per il monitoraggio *ex post* della gestione dei proventi e della loro allocazione da parte dell'emittente⁸⁰⁴.

Nella prassi nazionale ed internazionale, le obbligazioni verdi sono normalmente strutturate come obbligazioni *pro solvendo* dell'emittente, per cui l'emittente garantisce il rimborso del prestito con il suo patrimonio e l'acquirente non è direttamente esposto ai rischi del progetto finanziato dall'obbligazione. Questa caratteristica consente ai *green bonds* di ricevere lo stesso *rating* riconosciuto alle altre obbligazioni “*plain vanilla*” dell'emittente⁸⁰⁵. La differenza con i *bonds* tradizionali risiederebbe, quindi, nell'obiettivo del finanziamento, il cui conseguimento incide anche sulla remunerazione dell'investitore, che, normalmente, riceve un tasso di interesse inferiore a quello previsto per l'acquisizione di *assets not green*⁸⁰⁶.

⁸⁰³ ICMA, «Green Bond Principles», 3.

⁸⁰⁴ S. GILOTTA, «Green Bonds: A Legal and Economic Analysis», in *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, Research Handbooks in Corporate Law and Governance series (Edward Elgar, forthcoming May 2024), 4, <https://ssrn.com/abstract=4427927>.

⁸⁰⁵ *Ibid*, 5.

⁸⁰⁶ Gli investitori, sostanzialmente, pagano un premio per entrare in possesso dei *green bonds* a fronte di un rendimento inferiore rispetto all'acquisto di obbligazioni *not green*. Il differenziale di prezzo pagato in aggiunta viene chiamato “*greenium*” (premio verde), che realizza quella che viene definita *sovra-performance*. MARASCO, «Il mercato dei *green bond* alla prova della disciplina europea», *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, n. 24.

Tuttavia, discostamenti dalla tipologia tradizionale di obbligazione esistono e gli stessi principi ne elencano tre tipologie esistenti⁸⁰⁷. Innanzitutto, vi sono i *Green Revenue Bonds* consistenti in un'obbligazione di debito *pro soluto* dell'emittente, in cui l'esposizione creditizia dell'obbligazione è legata ai *cash flows* garantiti dai flussi di entrate, tasse ecc. Vi sono, poi, i *Green Project Bonds*, per i quali si intendono obbligazioni i cui rimborsi sono legati ai flussi di cassa generati dal progetto finanziato attraverso l'obbligazione. In questo caso, inoltre, l'investitore subisce un'esposizione diretta ai rischi del progetto. Infine, i *Secured Green Bonds* garantiti da uno o più progetti verdi, la cui prima fonte di rimborso è generalmente costituita dai flussi di cassa delle attività.

In questo contesto caratterizzato da un'ampia autonomia contrattuale delle parti e da elevati rischi di *greenwashing*, derivanti dal pericolo che un emittente qualifichi come *green bond* uno strumento finanziario al solo scopo di attrarre investitori e migliorare la propria reputazione, senza che nessun obiettivo ambientale venga perseguito, si inserisce la proposta di regolamento del 2021 del Parlamento europeo e del Consiglio⁸⁰⁸. Quest'ultima è stata, poi, adottata dagli organi europei nel corso del 2023 ed il nuovo regolamento è stato da ultimo pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 30 novembre 2023. Il regolamento (UE) 2023/2631 (c.d. Regolamento Green Bond)⁸⁰⁹, entrato in vigore venti giorni dopo la pubblicazione (*i.e.* il 20 dicembre 2023), inizierà ad applicarsi dodici mesi dopo l'entrata in vigore.

Similmente a quanto previsto dai GBPs, si vogliono introdurre i requisiti *standard* a livello europeo per poter classificare un'obbligazione come “obbligazione verde europea” o “EuGB” (*European Green Bond*); istituire un sistema per registrare e monitorare i verificatori esterni di EuGB; prevedere modelli di informativa

⁸⁰⁷ ICMA, «Green Bond Principles», Appendix I.

⁸⁰⁸ COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle obbligazioni verdi europee», COM(2021) 391 final, 6 luglio 2021, Bruxelles, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52021PC0391>.

⁸⁰⁹ Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità, OJ L, 2023/2631, 30 novembre 2023, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32023R2631>.

volontaria per le “obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili”⁸¹⁰ e “obbligazioni legate alla sostenibilità nell’Unione”⁸¹¹ (art. 1).

Più nel dettaglio, il regolamento detta tre requisiti essenziali per poter definire un’“obbligazione verde europea”: i) utilizzo dei proventi; ii) obblighi informativi; iii) revisione esterna da parte di un soggetto terzo autorizzato e vigilanza.

In relazione al primo requisito, nel caso si tratti di una sola obbligazione (“approccio graduale”), prima della scadenza della stessa, i proventi devono essere assegnati a determinate categorie elencate dall’art. 4, co. 1, cui si rimanda. Nel caso, invece, di un “approccio di portafoglio”, consistente, cioè, nell’assegnazione dei proventi di una o più obbligazioni a un portafoglio di immobilizzazioni o attività finanziarie conformemente ai criteri di tassonomia, il valore totale delle attività nel portafoglio dell’emittente deve superare il valore totale del suo portafoglio di obbligazioni verdi europee in essere (art. 4, co. 2)⁸¹². Più generalmente, si ritiene che “i proventi delle obbligazioni verdi europee debbano essere utilizzati per finanziare attività economiche che abbiano un impatto positivo duraturo sull’ambiente”. Una modalità per raggiungere tale obiettivo è rappresentata dall’utilizzo dei proventi per finanziare attività finanziarie, a condizione che i proventi di queste ultime siano destinati, direttamente o indirettamente, ad attività economiche ecosostenibili *ex* regolamento Tassonomia⁸¹³.

Il Capo 2 è, invece, dedicato agli obblighi di informativa. In particolare, è prevista la redazione del c.d. *factsheet* (scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee pre-emissione) secondo il modello standardizzato di cui all’Allegato I dello stesso regolamento (art. 10). Tale documento deve mettere in evidenza gli obiettivi specifici di finanziamento e gli obiettivi ambientali del progetto finanziato, anche con

⁸¹⁰ Per tali si intendono obbligazioni “il cui emittente assume nei confronti degli investitori un impegno o qualsiasi forma di rivendicazione precontrattuale secondo cui i proventi dell’obbligazione saranno destinati ad attività economiche che contribuiscono a un obiettivo ambientale”. Cfr. Art. 2, n. 5), regolamento Green Bond.

⁸¹¹ Sono obbligazioni “le cui caratteristiche finanziarie o strutturali variano a seconda del conseguimento da parte dell’emittente di obiettivi predefiniti di sostenibilità ambientale”. In questo caso, a differenza di quanto accade per i *green bonds*, non vi è alcun vincolo specifico sull’uso dei proventi, che non devono quindi essere necessariamente finalizzati a progetti sostenibili. Il vincolo è relativo, invece, al raggiungimento da parte dell’emittente di obiettivi specifici e misurabili attraverso appositi *Key Performance Indicators*. Cfr. Art. 2, n. 6), regolamento Green Bond.; COSSU, «Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario», 452.

⁸¹² Per obblighi di maggiore dettaglio tecnico si rimanda agli artt. 5-9, regolamento Green Bond.

⁸¹³ Considerando 12, regolamento Green Bond.

riferimento al regolamento Tassonomia, avendo particolare attenzione alla destinazione dei proventi. Diversamente, l'art. 11 prevede la pubblicazione, dopo l'emissione dell'obbligazione e fino alla completa allocazione dei suoi proventi, di relazioni annuali (relazioni sull'allocazione dei proventi) secondo il modello dell'Allegato II. Tali relazioni devono essere rese disponibili entro tre mesi dalla fine dell'anno di riferimento. In ultimo, si rinviene l'*impact report* (relazione sull'impatto delle obbligazioni verdi europee), da rendere pubblico almeno una volta durante la vita dell'obbligazione e, in ogni caso, dopo la completa assegnazione dei proventi (art. 12). Tale relazione, da redigersi secondo il modello dell'Allegato III, deve dare atto degli effetti ambientali positivi o negativi del EuGB e delle metodologie utilizzate per valutare tale risultato.

In aggiunta, quale ulteriore requisito per la qualifica di un'obbligazione come EuGB, l'emittente deve pubblicare un prospetto secondo quanto previsto dal regolamento (UE) 2017/1129⁸¹⁴ che soddisfi le condizioni seguenti: (i) le obbligazioni sono denominate "obbligazione verde europea" o "EuGB" in tutto il prospetto; (ii) il prospetto indica che l'obbligazione verde europea è emessa conformemente al Regolamento Green Bond nella sezione del prospetto contenente le informazioni sull'utilizzo dei proventi (art. 14).

Infine, l'art. 15 introduce obblighi di pubblicazione dei suddetti documenti informativi sul sito web dell'emittente.

È evidente che le disposizioni appena analizzate mirano ad aumentare in maniera significativa il livello di trasparenza nel mercato dei *green bonds*, attualmente insufficiente e fonte di incertezza e difficoltà per gli investitori⁸¹⁵.

Infine, per quanto riguarda la supervisione esterna, il regolamento stabilisce un sistema tripartito. Innanzitutto, i revisori privati registrati presso l'ESMA (art. 22) sono incaricati di valutare, in modo permanente, indipendente ed efficace, la conformità dell'emittente e dell'emissione al regolamento stesso, attraverso revisioni pre- e post-emissione, che deve dar luogo ad un parere positivo. È, invece, facoltativa la revisione

⁸¹⁴ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE. OJ L 168, 30 giugno 2017, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017R1129#:~:text=Regolamento%20\(UE\)%202017%2F1129,ril evante%20ai%20fini%20del%20SEE.](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32017R1129#:~:text=Regolamento%20(UE)%202017%2F1129,ril evante%20ai%20fini%20del%20SEE.)

⁸¹⁵ Considerando 22, regolamento Green Bond.

della relazione d'impatto. Il secondo anello del sistema è rappresentato dalle autorità di vigilanza pubbliche a livello nazionale, che controllano la conformità degli emittenti agli obblighi di revisione e di informativa (art. 44). Tali autorità sono dotate di numerosi poteri (art. 45), fra cui rientrano poteri di indagine, ispettivi, di richiesta di documenti, di sospensione o di proibizione di un'offerta o dell'ammissione alla negoziazione dell'obbligazione verde europea in presenza di motivi ragionevoli. Peraltro, è riconosciuto il potere di imporre sanzioni amministrative appropriate, che siano effettive, proporzionate e dissuasive, nel caso di violazione da parte degli emittenti degli obblighi di cui al regolamento o di mancata cooperazione o mancato adempimento nel caso di indagine, ispezione o obbligo *ex art. 45*, par. 1 (art. 49)⁸¹⁶. Le sanzioni sono inflitte secondo i criteri di cui all'art. 50. La terza autorità incaricata della vigilanza è, infine, l'ESMA, cui è riconosciuto il potere di registrare e supervisionare i revisori esterni (art. 54), di svolgere indagini generali (art. 55), ispezioni in loco (art. 56) e di adozione di misure di vigilanza (art. 59) e sanzioni pecuniarie in ipotesi di violazioni da parte del revisore esterno (art. 60).

In conclusione, dal *framework* legislativo introdotto dal regolamento risulta chiara l'intenzione dell'Unione europea di stabilire un *benchmark* per i *green bonds*, attraverso l'introduzione di specifici obblighi di informativa e di criteri di valutazione esterna, per la promozione della finanza sostenibile⁸¹⁷. Non possono non riconoscersi, infatti, i benefici dei *green bonds* in tema di aumento della disponibilità dei capitali necessari alla transizione, di aumento del numero dei progetti *green* e relativa riduzione dei costi del debito⁸¹⁸.

In questo contesto, particolarmente preziose sono le informazioni diffuse dall'emittente, poiché consentono agli obbligazionisti di monitorare più facilmente la *performance* della società debitrice, anche in una fase *ex post* relativa al mantenimento delle promesse ecologiche. Le stesse informazioni, inoltre, hanno importanti "*spillover effects*" sui mercati finanziari, consentendo agli stessi di valutare i progressi delle emittenti verso la transizione⁸¹⁹. Di conseguenza, questa tipologia di *disclosure* si

⁸¹⁶ Agli Stati membri resta invece il diritto di prevedere ed infliggere sanzioni penali.

⁸¹⁷ E. ROBERTO - A. CAPRARO, «Le novità del Regolamento Green Bond», *dirittobancario.it*, 12 gennaio 2024.

⁸¹⁸ CAPRIGLIONE, *Clima energia e finanza. Una difficile convergenza*, 175.; GILOTTA, «Green Bonds: A Legal and Economic Analysis», 7.

⁸¹⁹ GILOTTA, «Green Bonds: A Legal and Economic Analysis», 11.

inserisce nel più ampio panorama informativo che le banche e le imprese di investimento si trovano a dover rispettare, nell'ottica costante di scongiurare il rischio di *greenwashing*.

5. L'ipotesi di applicazione di specifici requisiti patrimoniali *green* c.d. differenziati.

L'analisi condotta fino a questo punto si è concentrata, come si è visto, sull'ultimo dei tre pilasti di Basilea. Tuttavia, l'integrazione dei rischi di sostenibilità potrebbe passare anche dal primo pilastro, quello dei requisiti di capitale.

La banca è un'impresa la cui attività più basilare consiste nella raccolta di risparmio tra il pubblico e, congiuntamente, la concessione del credito ad imprese e famiglia, realizzando, così, un'importante funzione economica di trasferimento delle risorse finanziarie. Sembrerebbe, tuttavia, superfluo ricordare che la banca, in quanto impresa, persegue un profitto e che i prodotti e i servizi offerti hanno naturalmente un costo, che varia da banca a banca⁸²⁰. In altre parole, se è vero che secondo il concetto di "sostenibilità", così come evoluto dall'originaria *corporate social responsibility*, l'interesse sociale non deve più solo corrispondere alla massimizzazione del profitto, ma anche al perseguimento di obiettivi ESG, è anche vero che il fine primario dell'attività d'impresa resta comunque la remunerazione degli azionisti.

Pertanto, ai fini di una reale integrazione dei rischi di sostenibilità nel settore bancario, si potrebbe rinvenire un'alternativa, o meglio, un completamento della funzione propulsiva svolta dal *reporting* e della *disclosure* nella modifica dei requisiti prudenziali previsti dal I pilastro. La promessa del legislatore di un alleggerimento degli oneri patrimoniali per le banche che investono di più in attività verdi rappresenterebbe per le stesse un grande incentivo economico e potrebbe, eventualmente, portare ad una modifica massiccia dei bilanci⁸²¹.

⁸²⁰ L'ECONOMIA PER TUTTI. BANCA D'ITALIA PER LA CULTURA FINANZIARIA, «La funzione della banca», Risparmiare, <https://economiepertutti.bancaditalia.it/risparmiare/funzione-banca/#:~:text=Errori%20ricorrenti-,Caratteristiche,del%20pubblico%20ed%20emettendo%20obbligazioni>.

⁸²¹ L. BÖFFEL - J. SCHÜRGER, *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union. Thoughts on Current Issues of EU Financial Regulation*, 1^a ed., EBI Studies in banking and Capital Markets Law (Palgrave Macmillan, 2023), 233, <https://doi.org/10.1007/978-3-031-17077-5>.

Prima di approfondire il ruolo dell'Unione europea nella presa in considerazione dei *tools* proposti dagli *stakeholders*, si vuole rammentare che, nell'ambito della vigilanza bancaria europea, i requisiti di capitale delle banche consistono in tre elementi principali (o tre pilastri)⁸²². In particolare, i requisiti di primo pilastro constano dei requisiti patrimoniali minimi complessivi fissati all'8% delle attività bancarie ponderate per il rischio (*risk weighted asset*)⁸²³. Il requisito patrimoniale aggiuntivo (secondo pilastro), invece, è stabilito dall'autorità di vigilanza competente, che adotta un approccio articolato in quattro fasi, specifico per ogni singola banca in relazione ai rischi cui è esposta⁸²⁴. Le autorità, infatti, conducendo annualmente lo SREP, possono valutare se i rischi coperti siano coperti in modo sufficiente dai requisiti patrimoniali minimi, e, in caso contrario, chiedere alla banca di detenere altro capitale. Infine, il terzo requisito patrimoniale per le banche consiste nelle riserve supplementari detenute per varie ragioni, la conservazione del capitale, contro il rischio di natura ciclica e contro il rischio sistemico non ciclico. In aggiunta a questi tre requisiti, le banche dovrebbero riservare determinati importi ai periodi di *stress* e determinare la quantità di capitale necessaria per perseguire durevolmente il proprio modello di *business*⁸²⁵.

Secondo la letteratura accademica, i requisiti di capitale possono essere analizzati e organizzati sia da una prospettiva microprudenziale che macroprudenziale.

In base ad una prospettiva microprudenziale, il ruolo principale dei requisiti di capitale è di garantire che le singole istituzioni finanziarie abbiano un capitale sufficiente per evitare i problemi di insolvenza che potrebbero sorgere in caso di inadempienza del debito. Da una prospettiva macroprudenziale, invece, i requisiti di capitale svolgono compiti più complessi, dal momento che devono essere strutturati in modo da minimizzare i rischi sistemici per le istituzioni finanziarie, considerando

⁸²² Per i requisiti di Basilea III, Y. DAFERMOS - M. NIKOLAIDI, «Greening capital requirements», *The Inspire Sustainable Central Banking Toolbx*, Policy Briefing Paper, fasc. 08 (ottobre 2022): 2.

⁸²³ Per tali si intendono le attività totali in possesso dalla banca moltiplicate per il rispettivo fattore di rischio (ponderazioni di rischio). Pertanto, meno rischiosa è un'attività, più basso sarà l'importo ponderato per il rischio e meno capitale dovrà detenere la banca per tutelarsi.

⁸²⁴ BANCA CENTRALE EUROPEA, «Determinazione del requisito di secondo pilastro», https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/srep/html/p2r_methodology.it.html.

⁸²⁵ BANCA CENTRALE EUROPEA, «Perché le banche devono detenere capitale?», 23 maggio 2019, https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/hold_capital.it.html.

potenzialmente le interconnessioni finanziarie⁸²⁶. Questa seconda prospettiva, poi, si divide in un approccio “*weak*” e “*strong*” agli aggiustamenti legati all’ambiente. Secondo il primo, il sistema finanziario necessita di proteggersi dall’esposizioni a settori ad alta intensità di carbonio o ad aree geografiche caratterizzate da elevati rischi fisici, generanti rischi ambientali sistemici. Quest’approccio, tuttavia, non presta particolare attenzione all’impatto degli effetti di retroazione che il comportamento delle banche esercita sulla macroeconomia e sulla concretizzazione dei rischi. Nell’approccio macroprudenziale forte, invece, tali effetti di retroazione sono importanti: la questione, infatti, non riguarda tanto l’esposizione delle banche ai rischi micro, settoriali o geografici, quanto, piuttosto, il modo in cui le pratiche di finanziamento delle banche influiscono su tali rischi attraverso anelli di retroazione. Di conseguenza, i rischi non possono essere considerati esogeni alle pratiche creditizie delle banche, che, invece, contribuiscono direttamente al riscaldamento globale e, pertanto, ai rischi fisici. Evidentemente, questo secondo approccio è in linea con il principio di doppia materialità, che, infatti, evidenzia come l’ambiente rappresenti dei rischi per il sistema finanziario e, contemporaneamente, il sistema finanziario possa influenzare i risultati ambientali, che a loro volta influenzano i rischi cui le banche sono esposte⁸²⁷.

L’obiettivo, quindi, è un adeguamento dei requisiti patrimoniali tale da incentivare le banche a sostenere la transizione sostenibile e la resilienza dell’economia ai cambiamenti climatici: ci si concentra, infatti, su come cogliere al meglio il “*greenness*” e il “*dirtyness*” delle attività, al fine di una riallocazione dei finanziamenti.

A tal fine, uno strumento utile è rappresentato dai requisiti di capitale verdi differenziati (in inglese, *Green Differentiated Capital Requirements*, GDCRs). Sinteticamente, i GDCRs intendono rendere i prestiti verdi più convenienti di quelli *dirty*, incentivando le banche a: i) erogare più prestiti verdi; e ii) aumentare i tassi di interesse sui prestiti “sporchi”. Contribuendo a diminuire i rischi fisici nel lungo periodo ed accelerando la decarbonizzazione del sistema finanziario, questi

⁸²⁶ D. MARTINEZ-MIERA - J. SUAREZ, «Banks’ Endogenous Systemic Risk Taking», *Working paper CEMFI and CEPR*, settembre 2014, 50; E. PEROTTI - L. RATNOVSKI - R. VLAHU, «Capital Regulation and Tail Risk», *International Journal of Central Banking* 7, fasc. 4 (2011): 123–63.

⁸²⁷ DAFERMOS - NIKOLAIDI, «Greening capital requirements», 4.

potrebbero, in linea di massima, rendere il sistema finanziario nel suo complesso più resistente agli *shock* da transizione climatica⁸²⁸.

Prima di entrare nel merito delle differenti specie racchiuse sotto il più ampio *genus* di GDCRs, si ritiene necessario evidenziare che l'Unione europea ha, fin da subito, considerato la possibilità di integrare e adeguare i requisiti patrimoniali delle banche a favore della sostenibilità.

Ai sensi dell'Azione 8 del Piano di Azione del 2018, la Commissione si sarebbe impegnata a valutare la praticabilità di calibrare i requisiti patrimoniali delle banche di cui al CRR e alla CRD. Tale proposta è frutto del vaglio operato dal EU HLEG, che, nel suo *final report*, ha evidenziato la possibilità di introdurre GDCRs in qualità di un forte segnale politico di indirizzo del *purpose* dell'azione bancaria, tale da perseguire in maniera pro-attiva gli obiettivi di sostenibilità dell'Unione, a condizione, però, che le riduzioni di capitale siano corredate da una serie di requisiti⁸²⁹. Sempre a favore di una plausibile introduzione, si era già espresso il Vice-Presidente della Commissione, Valdis Dombrovskis, nel dicembre 2017 nel suo discorso al *One Planet Summit*⁸³⁰. In questo contesto, quindi, l'ABE ha ricevuto un mandato nell'aprile 2019 di presentare un *report* attestante l'eventuale giustificazione di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative a beni o attività legati ad obiettivi ambientali e/o sociali (ai sensi dell'art. 501c CRR II)⁸³¹.

⁸²⁸ *Ibid*, 6.

⁸²⁹ Le *key conditions* sono per il HLEG: i) una chiara identificazione delle classi di *assets* "green" e "brown", attraverso l'elaborazione di una tassonomia europea; ii) evidenze circa la presenza di rischi significativamente più bassi a livello micro; iii) i livelli di capitale delle banche devono comunque essere in linea con il loro rischio economico, per cui deve essere inserito un tetto massimo, al fine di evitare "green bubbles" e sottocapitalizzazioni dovute a distorsioni del mercato; iv) necessità di monitorare i mutui, che sono generalmente *assets* a basso rischio e già aventi una bassa ponderazione del capitale; v) utilizzo di analisi di scenario prospettica per stabilire l'esistenza di differenziali di rischio tra gli *assets green* e *brown*. Cfr. EU HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (n 74), 68 s.

⁸³⁰ "To incentivise lending, we are looking positively at the European Parliament's proposal to amend capital charges for banks to boost green investments and loans by introducing a so-called green supporting factor. This could be done at first stage by lowering capital requirements for certain climate-friendly investments, such as energy-efficient mortgages or electric cars. We could model it on existing capital requirement adjustments for investments in SMEs or high-quality infrastructure projects". V. DOMBROVSKIS, *Greening finance for sustainable business*, 12 dicembre 2017, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_5235.

⁸³¹ COMMISSIONE EUROPEA, «Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR II/CRD V) and resolution (BRRD/SRM)», Scheda informativa, 16 aprile 2019, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/MEMO_19_2129.

Le applicazioni pratiche dei GCDRs possono essere varie e di diversa intensità, ma la letteratura accademica si è tradizionalmente concentrata su due forme: il *Green Supporting Factor* (GSF) e il *Brown Penalty Factor* (BPF).

L'analisi dei due fattori può essere affrontata secondo due differenti approcci. Quello di rischio ha come obiettivo l'integrazione dei rischi climatici per mantenere la stabilità finanziaria, per cui è necessaria un'accurata misurazione dei rischi associati ad ogni *asset*⁸³². L'approccio di politica economica, invece, si interroga sulla possibilità di trovare una metrica in grado di differenziare le attività in base al loro contributo alla transizione ad un'economia a basse emissioni di carbonio, in quanto obiettivo principale resta l'incanalatura di flussi di capitale verso questo tipo di attività. In questo secondo caso, il fattore climatico funge da strumento economico per aumentare il volume dei crediti verdi, o per ridurre il finanziamento dei progetti *brown*, oppure per combinare entrambi, ai fini di un riorientamento verso attività *green*. Secondo questo approccio, quindi, l'attuale livello del capitale bancario si presume corretto e non suscettibile di modifica, a differenza di quanto accade nell'approccio di rischio, che richiede un aggiustamento dei requisiti in funzione della rischiosità dell'attività. In definitiva, l'approccio che si ritiene preferire nella decisione su quale GCDRs è quello di politica economica, perché garantisce un'applicazione globale del fattore climatico alle attività, in maniera anche coerente con la prospettiva di rischio⁸³³.

Il *Green Supporting Factor* opera nel senso di richiedere agli intermediari bancari di possedere una riserva di capitale inferiore ai fini della concessione di prestiti verdi, ai quali vengono associati coefficienti di rischio ponderati ridotti, basati su un concetto diverso del loro grado di incertezza. Il meccanismo, quindi, intende influenzare l'abilità delle banche di generare credito, modificando il rapporto tra il capitale regolamentare e le attività ponderate per il rischio. Più nel dettaglio, si applicherebbe un fattore di abbassamento della ponderazione del rischio delle attività verdi, così riducendo il requisito patrimoniale complessivo (in inglese, *capital adequacy ratio*, CAR) della banca⁸³⁴. Si prevede, in questo modo, che le banche

⁸³² È l'approccio che corrisponde all'obiettivo primario dei requisiti di capitale.

⁸³³ M. BERENQUER - M. CARDONA - J. EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks' Capital Requirements» (Parigi: I4CE Institute For Climate Economics, marzo 2020), 7 ss., https://wwfint.awsassets.panda.org/downloads/integratingclimate_etudeva.pdf.

⁸³⁴ L'equazione semplificata, di seguito riportata, mostra come il GSF, introdotto come denominatore del coefficiente patrimoniale, riduca la somma dei *Risk-Weight Assets* (RWA),

finanzieranno più facilmente progetti *green*, che diventeranno più redditizi grazie alla riduzione dei requisiti patrimoniali.

I sostenitori⁸³⁵ intendono inserirlo nella cornice normativa di cui all'art. 459 CRR e stimano che il costo del capitale per progetti verdi diminuirebbe di 5-25 punti base in media con l'introduzione di un GSF nel *range* del 15%-25%, risultando in un aumento dei profitti di queste attività. Una riduzione del 15%-25% della ponderazione del rischio equivale ad una diminuzione dell'1.05%-1.75% del requisito patrimoniale stesso⁸³⁶. I fautori, inoltre, sostengono la teoria secondo cui le attività verdi avrebbero un rischio di *default* inferiore. Nonostante i crediti verdi risultino comunque vulnerabili ai rischi legati alla transizione climatica, la scomparsa delle attività verdi risulterebbe meno probabile di quella delle attività marroni, venendo queste progressivamente sostituite *in toto* da attività rispettose del clima. I rischi di transizione degli investimenti verdi, quindi, sarebbero più bassi, in considerazione del fatto che la probabilità di non allineamento con la transizione ad un'economia a basse emissioni è di gran lunga inferiore di quella delle attività *brown*. L'utilità, peraltro, del fattore potrebbe risultare ancora più elevata se si riuscisse a dimostrare che il rischio di continuare ad erogare prestiti *brown* è maggiore del rischio complessivo derivante dall'applicazione di un incentivo sul capitale da destinare alla concessione dei prestiti *green*.

In realtà, i benefici dell'utilizzo del GSF, nel migliorare i requisiti patrimoniali degli investimenti verdi, sono strettamente legati all'effettiva minore rischiosità degli stessi rispetto agli altri, o almeno rispetto a quelli *brown*, di cui, però, non c'è attualmente certezza⁸³⁷. Secondo alcuni, infatti, l'introduzione del *factor* potrebbe

nell'equazione indicati con α . Ne consegue che il GSF consente di aumentare il coefficiente patrimoniale complessivo: mantenendo, infatti, fisso il capitale regolamentare, la diminuzione delle attività ponderate nel denominatore può portare ad un aumento del coefficiente stesso, comportando il migliorare il profilo di adeguatezza patrimoniale della banca.

$$\text{Bank's CAR (GSF)} = \frac{\text{Bank's total capital}}{\alpha \times \text{Brown Loans} + (\alpha - \text{GSF}) \times \text{Green Loans}} \geq \text{Capital Requirement}$$

Cfr. P. D'ORAZIO - L. POPOYAN, «Fostering green investments and tackling climate-related financial risks: Which role for macroprudential policies?», *Ecological Economics* 160 (giugno 2019): 25–37, <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2019.01.029>.

⁸³⁵ Tra gli altri, EUROPEAN BANKING FEDERATION (EBF), «Towards a green finance framework», 28 settembre 2017, <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/towards-a-green-finance-framework/>.

⁸³⁶ J. THOMÄ - A. HILKE, «The Green Supporting Factor. Quantifying the impact on European banks and green finance», *2° Investing Initiative*, Working Paper, fasc. 1 (aprile 2018): 11.

⁸³⁷ M. INTONTI - A. CEO - G. FERRI, «Capital adequacy in banks and sustainable finance: the Green Supporting Factor», *AIFIRM Risk Management Magazine* 17, fasc. 1 (aprile 2022): 56.

indebolire le banche, stabilendo requisiti patrimoniali che sottostimano il rischio reale dei *green assets* ed inducendole a detenere capitali inferiori per tali esposizioni. Peraltro, gli investimenti verdi potrebbero riguardare tecnologie immature, non sufficientemente testate, oppure esposte ad un elevato rischio di obsolescenza⁸³⁸. Secondo gli oppositori, il GSF comporterebbe una riduzione della resilienza delle banche ed eventuali *shock*. Alcuni ritengono che le banche siano già sottocapitalizzate, il che comporta che il capitale attuale potrebbe non essere sufficiente ad assorbire rischi inaspettati. Se così fosse, l'introduzione del GSF ridurrebbe ancor di più tale abilità, mettendo a rischio l'intero sistema finanziario. In aggiunta, si ritiene che non ci siano garanzie che il risparmio di capitale dovuto al GSF si traduca in un aumento dei prestiti verdi. L'utilizzo dello strumento di politica economica non assicurerebbe il sostegno alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio⁸³⁹. E se anche gli investimenti verdi dovessero aumentare, non si realizzerebbe, necessariamente, un'automatica diminuzione dei prestiti *brown*. In altre parole, il GSF, da solo, non sarebbe in grado di implementare la "*greenness*" dei portafogli delle banche, che resterebbero invariati. In ultimo, il rischio che viene associato alla riduzione dei requisiti di capitale è la creazione di una "*green bubble*" nel mercato. Ciò significa che progetti senza un reale valore economico oppure un'appropriata valutazione dei rischi potrebbero essere approvati soltanto in funzione dello sgravio di capitale. Questo meccanismo, potendo facilmente generare un rischio di *greenwashing*, verrebbe presto screditato per non apportare sufficiente valore economico o ambientale⁸⁴⁰. Le preoccupazioni sono, in generale, riassumibili nella considerazione che: "*It is a bad idea to grant banks extra-low levels of capital if*

⁸³⁸ SUSTAINABONDS, «Green supporting factor could weaken banks, says Moody's», 19 dicembre 2017, <https://sustainabonds.com/green-supporting-factor-could-weaken-banks-says-moodys/>.

⁸³⁹ S. MATIKAINEN, «Green doesn't mean risk-free: why we should be cautious about a green supporting factor in the EU», Commentary, The London School of Economics and Political Science (LSE), 18 dicembre 2017, <https://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/news/eu-green-supporting-factor-bank-risk/>.

⁸⁴⁰ BERENQUER - CARDONA - EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks' Capital Requirements», 12.; DAFERMOS - NIKOLAIDI, «Greening capital requirements», 7.; G. FORD, «A green supporting factor would weaken banks and do little for the environment», THE BLOG. Financial reform for EU citizen, Finance Watch, 2 febbraio 2018, <https://www.finance-watch.org/blog/a-green-supporting-factor-would-weaken-banks-and-do-little-for-the-environment/#:~:text=The%20idea%20of%20a%20green,equity%20than%20they%20would%20othe,rwise.>

something is 'green'; realising the extra risk of 'brown' does not make 'green' extra-safe”⁸⁴¹.

In realtà, due forme di *green supporting factors* sono già presenti nella regolamentazione prudenziale bancaria. Introdotti nel 2014, il *SME supporting factor* e l'*Infrastrucutre supporting factor* sono oggi disciplinati dagli artt. 501 e 501-bis CRR2⁸⁴². Questi meccanismi avrebbero dovuto incrementare il volume dei crediti in entrambi i settori, soprattutto in considerazione della recessione degli anni 2007-2009. Tuttavia, conclusioni sulla loro effettività sono ancora dubbie. Non ci sono infatti indicazioni chiare sui benefici o effetti negativi del meccanismo verso la cessione di credito alle PMI. Alcuni studi, peraltro, evidenziano che le PMI hanno incontrato le stesse difficoltà delle grandi imprese, anche dopo l'adozione del fattore di aggiustamento, e che lo strumento prudenziale non ha necessariamente migliorato gli investimenti nel settore delle piccole e medie imprese⁸⁴³. Uno studio empirico recente realizzato in Francia conferma che le imprese rischiose (classificate come esposizioni non ammissibili) restano, comunque, troppo rischiose per le banche e incontrano ancora limitazioni creditizie, nonostante l'implementazione del SME SF. Tuttavia, lo stesso studio riporta che lo strumento prudenziale ha, nel complesso, aumentato i prestiti bancari a determinate PMI del 8%-10%⁸⁴⁴.

Un'alternativa al GSF proposta dagli *stakeholders* è il *Brown Penalizing Factor* (BPF). Il meccanismo è simile a quello del GSF, ma, invece di diminuire il rischio ponderato di alcune attività e conseguentemente l'indice di adeguatezza patrimoniale totale (CAR in inglese) della banca, il BPF si aggiungerebbe alla ponderazione del

⁸⁴¹ A. BOOT - D. SCHOENMAKER, «Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good», Bruegel Blog post, 16 gennaio 2018, <https://www.bruegel.org/blog-post/climate-change-adds-risk-banks-eu-lending-proposals-will-do-more-harm-good>.

⁸⁴² Un accenno è stato fatto nel §2 del presente capitolo dell'elaborato. Per un approfondimento sul funzionamento dei meccanismi, PwC, «Banking Package della Commissione Europea», aprile 2020, https://www.pwc.com/it/it/assets/covid-19/PwC_Banking_Package.pdf.

⁸⁴³ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «EBA Report on SMES and SME Supporting Factor», 23 marzo 2016, <https://extranet.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/602d5c61-b501-4df9-8c89-71e32ab1bf84/EBA-Op-2016-04%20%20Report%20on%20SMEs%20and%20SME%20supporting%20factor.pdf?retry=1>.

⁸⁴⁴ M. DIETSCH ET AL., «Lower Bank Capital Requirements as a Policy Tool to Support Credit to SMEs: Evidence From a Policy Experiment?», *Banque de France Working Paper*, fasc. 789 (dicembre 2020): 45, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3771271>.

rischio attuale dei prestiti *brown*, aumentandola⁸⁴⁵. Nella sostanza, il BPF aumenterebbe i tassi di interesse sui prestiti “sporchi”.

I sostenitori di questo strumento “deterrente” affermano che potrebbe aiutare le banche a sopportare le perdite derivanti dall’eventuale materializzazione dei rischi climatici. Il presupposto risiederebbe nella considerazione che le attività *brown* sono esposte a rischi di transizione più elevati di quelli delle attività allineate. Ciò rappresenterebbe una giustificazione dell’aumento della ponderazione del rischio, così scoraggiando gli investimenti in attività “sporche” e consentendo alle banche di allinearsi meglio agli obiettivi dell’Accordo di Parigi. Dal momento che i rischi climatici sono sottovalutati e mal valutati, il BPF correggerebbe un fallimento del mercato, senza modificare il quadro patrimoniale delle banche. Sempre secondo i sostenitori, la sua attuazione risulterebbe più semplice di quella del GSF, in considerazione della maggior semplicità di individuazione delle attività che contribuiscono al cambiamento climatico⁸⁴⁶.

Lo strumento ha, ovviamente, attratto una serie di critiche. Innanzitutto, l’adozione di un meccanismo punitivo delle maggiori economie richiederebbe la necessità di raccogliere un non facile consenso politico. Il BPF, infatti, avrebbe un effetto distributivo, non solo su alcuni settori economici, ma anche sulle famiglie e sulle PMI, in maniera diversa, a seconda del loro livello di reddito. In secondo luogo, in quanto misura, appunto, punitiva e deterrente, non favorirebbe la transizione verso un’economia sostenibile, peraltro penalizzando le imprese non finanziarie impegnate in tale processo allo stesso modo delle imprese per niente non interessate ad una reale trasformazione. In terzo luogo, una riduzione del finanziamento di attività *brown* non comporta necessariamente un aumento di quelle *green*. Peraltro, studi dimostrano che nel caso di banche sufficientemente capitalizzate per adeguarsi ai requisiti patrimoniali, la misura punitiva avrebbe effetti marginali sul prestito bancario⁸⁴⁷. In

⁸⁴⁵ Si riporta, come per il GSF, l’equazione semplificata del BPF.

$$\text{Bank's CAR (BPF)} = \frac{\text{Bank's total capital}}{(\alpha + \text{BPF}) \times \text{Brown Loans} + \alpha \times \text{Green Loans}} \geq \text{Capital Requirement}$$

Cfr. D’ORAZIO - POPOYAN, «Fostering green investments and tackling climate-related financial risks: Which role for macroprudential policies?».

⁸⁴⁶ BERENQUER - CARDONA - EVAIN, «Integrating Climate-related Risks into Banks’ Capital Requirements», 13.

⁸⁴⁷ M. OEHMKE - M. OPP, «Green Capital Requirements», *Swedish House of Finance*, Research Paper, fasc. 22–16 (25 febbraio 2023), <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4040098>.

quest'ipotesi, la riduzione sarebbe del 0-1%-0.45%⁸⁴⁸. Le banche potrebbero, quindi, sfuggire alle misure punitive attraverso la cartolarizzazione, oppure continuando ad aumentare il proprio capitale. Infine, forse il risvolto più preoccupante sarebbe l'eventualità che il finanziamento di attività "sporche" si sposti dalle banche ad altri attori del mercato non soggetti alla stessa regolamentazione (c.d. "*shadow banking*")⁸⁴⁹.

In definitiva, non è ancora chiaro se il BPF potrebbe rappresentare un efficace strumento di politica economica per scoraggiare le attività *non environmentally friendly*, o meno.

Sulla possibilità di introdurre eventuali *Green Differentiated Capital Requirements* si è pronunciata l'ABE, con un primo *report*⁸⁵⁰ non chiarificatore della sua posizione⁸⁵¹ e, poi, con un secondo *report* da intendersi definitivo⁸⁵². Nel

⁸⁴⁸ Tuttavia, considerando che il volume delle attività altamente inquinanti è sicuramente maggiore di quelle verdi, l'impatto generale del BPF sarebbe comunque più incisivo di quello del GSF. THOMÄ - HILKE, «The Green Supporting Factor. Quantifying the impact on European banks and green finance», 12.

⁸⁴⁹ Lo "*shadow banking*", in sostanza, è rappresentato dall'intermediazione finanziaria non bancaria che storicamente ha operato al di fuori del sistema bancario tradizionale, evitando gli onerosi obblighi statutarî e normativi, ma non godendo delle tutele previste per le banche stesse. R. J. GIRASA, *Shadow Banking. The Rise, Risks, and Rewards of Non-Bank Financial Services* (Palgrave Macmillan, 2016), 47.; Si riporta quest'interessante definizione: "*We are therefore at risk of defining 'shadow banking' as everything that happens behind the curtain, while everything that happens on the podium, in the limelight and therefore subject to regulation, would then become the officially regulated (and therefore licensed) banking sector. [...] It has multiple layers, looks and feels different in different parts of the world as it is continuously co-shaped by (different) regulation trying to work its way into the caves and dens of that part of the financial industry happening behind the curtain. Just like water flows to its lowest point regardless of the many hurdles it may face, capital will always flow to that part of the spectrum where it can operate freely (i.e. as unregulated as possible) and generate the returns it is looking for undone of restrictions that the formal banking sector imposes. Not surprisingly that shadow banking therefore is characterized by moving paradigms (or is 'one' moving paradigm) with many different layers that requires puzzling together. That way it has become a house with many rooms, each with its own particularities, shenanigans and intricacies*". L. NIJS, *The Handbook of Global Shadow Banking*, vol. From policy to Regulation (Palgrave Macmillan, 2020), 1 s.; Sul rapporto tra lo "*shadow banking*" ed i requisiti di capitale, L. NIJS, *The Handbook of Global Shadow Banking*, vol. The Future of Economic and Regulatory Dynamics (Palgrave Macmillan, 2020), 28 ss.

⁸⁵⁰ Ci si riferisce al *discussion paper* del 2022, citato al §2 del presente capitolo. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «The role of environmental risks in the prudential framework».

⁸⁵¹ L'ABE, infatti, si è limitata a riportare nell'Appendice 4 le numerose opzioni avanzate dagli *stakeholders* istituzionali ed i risultati di tali studi, cui si rimanda. *Ibid*, 73 s.

⁸⁵² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, «Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework», ottobre 2023, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1062711/R

documento, l'autorità evidenzia alcune criticità legate alla possibile introduzione di GDCRs legate al riorientamento dei prestiti principalmente verso clienti *green*, che genererebbe, a sua volta, effetti collaterali, quali, ad esempio, il fatto che: i) le banche potrebbero concentrarsi in via privilegiata sul rispetto del requisito prudenziale ambientale esclusivamente per godere dei relativi benefici e sconti, mettendo a rischio la solidità e stabilità del sistema finanziario; ii) un requisito ambientale *ad hoc* potrebbe indirizzare i capitali principalmente verso attività verdi così causando un accumulo dei rischi finanziari presso controparti prive di strategie credibili nel lungo termine; iii) potrebbero realizzarsi limitazioni ai finanziamenti delle imprese operanti in settori *brown*, vanificando la possibilità di queste imprese di attuare una transizione in forza di tale stretta al credito⁸⁵³. In considerazione di queste eventualità, l'ABE ha deciso di non raccomandare l'introduzione di tali fattori. Da un punto di vista prudenziale, infatti, prima della previsione di requisiti ambientali, alcune condizioni impegnative dovrebbero essere affrontate, tra le quali figura l'acquisizione di prove evidenti sui profili di rischio ambientali di determinate attività; la constatazione che il quadro prudenziale attuale, comunque già integrativo dei fattori di rischio, sia inadeguato; la possibilità di beneficiare di un grado elevato di certezza degli impatti e potenziali effetti indesiderati di una tale introduzione normativa⁸⁵⁴. Secondo l'ABE, in definitiva, il modo più coerente di procedere da una prospettiva basata sul rischio prudenziale è, quindi, quello di affrontare i fattori di rischio ambientale attraverso un uso efficace e modifiche mirate del regime prudenziale esistente, piuttosto che attraverso trattamenti specifici, come fattori di sostegno o di penalizzazione.

Infine, una terza via sarebbe rappresentata dalla combinazione di entrambi i fattori, GSF e BPF. Ciò imporrebbe contemporaneamente un fattore *bonus* e una sanzione. La combinazione si andrebbe semplicemente a sovrapporre all'attuale calcolo dei requisiti patrimoniali per tutte le attività, invece di sostituire l'attuale metodologia solo per una parte di esse. Tuttavia, tale approccio sarebbe comunque non completamente in grado di ricalibrare tutte le ponderazioni per integrare i rischi

report%20on%20the%20role%20of%20environmental%20and%20social%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf.

L'ABE si riserva, comunque, il potere di rivalutare, nei suoi obiettivi di medio e lungo termine, se e come i GDCRs possano essere presi in considerazione nel sistema prudenziale. *Ibid*, 70.

⁸⁵³ *Ibid*, 65 ss.

⁸⁵⁴ *Ibid*, p. 120.

climatici⁸⁵⁵. Se, da una parte, l'uso simultaneo di entrambi i fattori potrebbe garantire un maggiore supporto alla transizione, soprattutto se adottati insieme ad altre politiche economiche, quali quelle fiscali⁸⁵⁶, dall'altra, i problemi evidenziati relativamente a ciascuno di essi non scomparirebbero. In particolare, in assenza di norme internazionali, resterebbe la possibilità di utilizzare scorciatoie per evitare l'applicazione di regole più rigide, deteriorando così l'efficacia dello strumento.

6. Lo stato dell'arte: l'inadeguatezza del sistema finanziario a guidare un'efficace transizione sostenibile.

Con il presente paragrafo si vuole tentare di “chiudere il cerchio” dell'elaborato.

L'analisi portata avanti nei paragrafi ha cercato di mettere in evidenza gli aspetti positivi e contraddittori della disciplina europea in tema di sostenibilità, di cui alla stagione normativa inaugurata dall'*Action Plan* della Commissione europea del 2018. Le contraddizioni, poi, risultano essere intrinseche, se si considera che problemi interpretativi sorgono già in seno alla definizione di sostenibilità e all'acronimo ESG.

Peraltro, ciò che emerge dagli interventi regolamentari dell'Unione europea in materia di sostenibilità è sicuramente una *overregulation* del settore bancario, quella che qualcuno ha definito “un'alluvione o, peggio, uno *tsunami* di fonti con valore diverso”⁸⁵⁷. È evidente, infatti, che le banche sono soggette ad una quantità infinita di doveri, soprattutto se si considerano le numerose e differenti attività dalle stesse svolte, non raggruppabili sotto ad un unico codice⁸⁵⁸.

⁸⁵⁵ BERENQUER - CARDONA - EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks' Capital Requirements», 14.

⁸⁵⁶ Y. DAFERMOS - M. NIKOLAIDI, «How can green differentiated capital requirements affect climate risks? A dynamic macrofinancial analysis», *Journal of Financial Stability* 54 (gennaio 2021): 44, <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100871>.

⁸⁵⁷ G. B. PORTALE, «La corporate governance delle società bancarie», *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2016): 53; P. O. MÜLBERT, «Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarkt», *ZHR*, fasc. 176 (2012): 369–79.

⁸⁵⁸ M. STELLA RICHTER, «A proposito di *bank government*, *corporate governance* e *Single Supervisory Mechanism governance*», in Dibattiti, (Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli, Roma, 2016), 772.; L'autore aggiunge, poi: “Quello che però emerge con sufficiente nettezza dalla complessiva considerazione dei tanti interventi di regolazione speciale in materia di corporate governance bancaria e dintorni è, almeno a seguito della grande crisi del 2007-2008, il diffuso convincimento che il buon governo della società bancaria deve rispondere a

Alle norme di diritto internazionale, come quelle imposte dal Comitato di Basilea, si aggiungono quelle di diritto europeo, tra le quali la stringente legislazione prudenziale, gli obblighi di *disclosure* in tema di *green bonds*, o di integrazione della sostenibilità nel merito creditizio. Posta, peraltro, la valenza “universale” delle banche, la cui attività coincide in parte con quella delle imprese di investimento, le prime risentono pure, si è visto, dell’impatto della regolazione sulle preferenze di sostenibilità, relativamente agli investimenti sostenibili *ex* SFDR, e sui doveri fiduciari, declinati rispetto all’attività di consulenza, di produzione e di distribuzione dei prodotti finanziari. Questo quadro regolamentare impone alle banche due diverse sfide: da una parte, esse dovranno dotarsi di adeguati strumenti e processi volti a identificare le esigenze di investimento della clientela, dall’altro, dovranno porsi come *partner* attivi per le stesse imprese⁸⁵⁹.

A ciò si sommano le misure di *governance* di cui alla proposta di direttiva CSDDD, in gran parte positive, perché hanno imposto un innalzamento progressivo delle competenze e dei requisiti degli amministratori delle banche. Tuttavia, vi è il rischio che tali disposizioni risultino eccessive nella quantità e nell’applicazione. Come si è osservato, “sul governo societario, non si può andare all’infinito senza mai

regole e avvalersi di presidi diversi o ulteriori rispetto a quelli propri di una qualsiasi altra impresa azionaria. I problemi che questo stato di cose genera sono di tanti ordini:

- una regolamentazione troppo complessa e minuta, sia nei contenuti che nelle fonti;
- la difficoltà di coordinare, proprio in punto di *governance*, lo statuto speciale dell’impresa azionaria bancaria con lo statuto speciale della impresa azionaria aperta al mercato di capitale di rischio;
- il pericolo che tante regole di governo di società bancarie, giustificate dalla specialità dell’oggetto, finiscano per influenzare oltre il necessario la costruzione, interpretazione e applicazione del diritto della società azionaria in generale. Ma il maggiore dei problemi è che ci si sia avviati nello stesso tempo verso un sistema bancario che pretende di essere composto e sorretto solo dall’investimento privato, ma che poi sia governato con un altissimo grado di pervasività nella autonomia di impresa. Voglio dire che, se è vero che la natura dell’attività bancaria e le conseguenti esigenze della vigilanza prudenziale giustificano forme di intervento rafforzato del legislatore e delle autorità amministrative in punto di organizzazione delle società bancarie, queste non possono comprimere la libertà dei privati oltre i limiti nei quali gli stessi non siano più incentivati a credere in una impresa, che, anzitutto nella sua struttura organizzativa, non riesca ad adattarsi, per eccessiva rigidità del modello, alle loro esigenze, dissuadendoli così dal farvi affluire il loro risparmio sotto forma di investimento. D’altra parte, se la banca non può che essere impresa (azionaria) e se l’impresa è coordinamento dei fattori di produzione e poi organizzazione delle funzioni e degli uffici personali volti a coordinare tali fattori (almeno tutte le volte che essi attingano ad un qualche grado di rilevanza), sono le stesse soluzioni organizzative a diventare una delle ragioni di successo di una certa impresa e, conseguentemente, deve essere necessariamente lasciato un adeguato spazio di competizione tra imprese anche sul piano della ricerca delle soluzioni organizzative”. Cfr. *Ibid*, 777 s.

⁸⁵⁹ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 459, 461.

semplificare”⁸⁶⁰. Il rischio di sovrapposizione e di un carico smisurato sui sistemi di organizzazione delle banche è notevole.

A complicare ulteriormente la situazione vi sono le aspettative di vigilanza, da parte, *in primis*, della BCE, che impongono linee guida armonizzate, in assenza tuttavia di un reale testo unico bancario europeo, che generano normative nazionali differenti tra loro. Le aspettative di vigilanza, quindi, sono ulteriori al diritto nazionale, ma non dotate di forza normativa sufficiente per modificarlo, con rischi di contraddizione.

Questa dispersione normativa “infinita” non deve, però, rappresentare un carico eccessivo soltanto per le banche. Come evidenziato da un autore, “sento un’aria come se la sostenibilità fosse l’equivalente dell’antiriciclaggio su cui siamo in prima fila, perché il riciclaggio passa dal denaro e le banche si occupano di denaro. Però attenzione: la sostenibilità, soprattutto la tutela dell’ambiente e della salute, non è l’equivalente dell’antiriciclaggio. Non vorrei che se ne debbano occupare le banche perché sono diffuse sul territorio, sono efficienti e risolvono un problema”⁸⁶¹.

C’è chi, poi, ha sostenuto che l’*overreliance* sul ruolo svolto dalle banche e dagli altri intermediari nel processo di transizione, possa comportare un’errata allocazione dei finanziamenti, così come una trascuratezza dei piani di transizione delle società non finanziarie, particolarmente rilevanti in Italia, data la quota elevata di piccole imprese non soggette agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità. Il potenziale conflitto tra imprese finanziarie e non finanziarie rischierebbe di elevarsi a serio ostacolo al contributo che il sistema finanziario può fornire nella lotta al cambiamento climatico⁸⁶².

A questa tesi si può, tuttavia, obiettare sostenendo che l’*overdisclosure*, derivante dall’*overregulation*, risulta in realtà necessitata, per una serie di ragioni.

Innanzitutto, le banche sono caratterizzate diversamente dalle imprese non finanziarie per essere portatrici di interessi sociali differenti. La definizione di “interesse sociale” nella società bancaria è un interesse “ipostatizzato”, che si impone ai soci e agli organi sociali e ne condiziona l’azione. Per le banche, infatti, la scelta

⁸⁶⁰ A. PATUELLI, «Governo societario, ambiente e responsabilità delle banche», *Bancaria*, fasc. 5 (2023): 94.

⁸⁶¹ *Ibid*, 95.

⁸⁶² ANGELINI, «The financial risks posed by climate change: information gaps and transition plans» 2.

degli obiettivi imprenditoriali risulta più circoscritta, dovendo risultare coerenti con l'esigenza di una "sana e prudente gestione". Ciò è motivato dalle particolari esternalità che, sia in positivo che in negativo, conseguono all'attività bancaria. Ne consegue che la gestione dell'impresa bancaria deve prendere in considerazione interessi ulteriori rispetto a quelli meramente sociali (*i. e.* dei soli soci), sia per quanto attiene alla posizione dei terzi, che subiscono gli andamenti dell'impresa, sia, in termini più ampi, con riferimento ad esigenze sistemiche⁸⁶³. È evidente, pertanto, che, affermatosi il concetto - seppur ancora labile - di sostenibilità, gli enti creditizi non possono non tener conto dei rischi che i fattori ESG rappresentano per l'impresa bancaria nel suo complesso. In altri termini, è la natura stessa delle differenti tipologie di attività svolte dalle banche ad imporre la considerazione di obiettivi più ampi a quelli dei soli azionisti⁸⁶⁴. Pertanto, una stretta e puntuale regolamentazione dell'intero sistema risulta necessitata, ai fini di scongiurare il rischio di una eventuale crisi sistemica sulla scia di quella del 2008, in forza dell'equiparazione del rischio di sostenibilità ad uno dei rischi tradizionali che le banche devono gestire e prevenire⁸⁶⁵.

Le preoccupazioni che hanno indotto la Commissione ad un'incisiva regolamentazione prudenziale sono sicuramente legate allo sviluppo di possibili bolle speculative per la rapida crescita dei titoli ESG, derivanti dalla scarsa trasparenza di un mercato a portata globale⁸⁶⁶. La lezione di Lehman Brothers, riferita al mercato dei

⁸⁶³ C. ANGELICI, «Introduzione», in *Dibattiti* (Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli, Roma, 2016), 765.

⁸⁶⁴ BEVIVINO, «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 514 ss.

⁸⁶⁵ BEVIVINO, «Il *bank government* dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea», 622 ss.; ID., «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni», 492.; G. SIANI, «I fattori ESG nel sistema finanziario: il ruolo della vigilanza» (Webinar Ned Community - Rischi ESG nel rapporto banca e impresa, Roma, 2022), 8.

⁸⁶⁶ In questo contesto si inseriscono sicuramente i *rating* ESG, aventi un forte impatto sul funzionamento dei mercati di capitali e sulla fiducia degli investitori nei prodotti sostenibili. Per tali ragioni, la Commissione europea, che, nel giugno 2023, ha presentato una Proposta di regolamento sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance*. In tal modo, si vuole migliorare la qualità dei *rating*, delle loro metodologie e delle fonti di dati utilizzati per elaborarli, per consentire agli investitori di prendere decisioni più informate sulla sostenibilità dei loro investimenti, così promuovendo la loro fiducia nel sistema di *rating* e, più in generale, nel mercato finanziario sostenibile. A vigilare sulla corretta applicazione della disciplina e ad autorizzare i fornitori di *rating* ESG allo svolgimento del servizio, vi è l'ESMA. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di

titoli garantiti da ipoteca (*MBS-mortgage-backed securities*), infatti, impone al regolatore e ai supervisori di anticipare i *trend* dei mercati finanziari verso prodotti “strutturati”, attraverso risposte rapide e precise a livello di doveri di rendicontazione, di attendibili tassonomie, di trasparenza per i portafogli degli investitori e, soprattutto, di rischi di leva finanziaria⁸⁶⁷. In questo senso, rileva il nuovo approccio pro-attivo ai rischi di sostenibilità. Il legislatore europeo, infatti, decide di anticipare. Si anticipa la fase di tutela dell’investitore alla fase di ideazione e di distribuzione del prodotto finanziario⁸⁶⁸. Si anticipa il rischio di peggioramento delle esposizioni creditizie, introducendo una classificazione e graduazione tra crediti *green*, *likely to turn brown*, oppure *brown*. Si rileva anticipatamente lo stato di crisi, ai fini di un tempestivo accesso ai rimedi procedurali e al recupero della continuità aziendale, anche in tema di prevenzione dei rischi ESG⁸⁶⁹.

Gli obblighi di *reporting*, di *disclosure*, il riscoperto approccio pro-attivo sono, tuttavia, sufficienti ad indirizzare in maniera efficace e determinante i flussi di capitale verso la transizione ad un’economia sostenibile? Come si è visto, le banche, al pari di qualsiasi impresa, sono mosse principalmente dal profitto. In questo senso, quindi, l’introduzione di fattori ambientali nei requisiti patrimoniali potrebbe in concreto incentivare le banche ad essere sostenibili, mettendo da parte pure motivazioni etiche.

Numerose sono, però, le criticità emerse negli studi macro e microeconomici in relazione alle conseguenze pratiche di un eventuale applicazione del *Green Supporting Factor*, del *Brown Penalizing Factor* oppure di una combinazione tra i due.

In realtà, la possibilità di introdurre GDCRs potrebbe essere in futuro nuovamente valutata (evidentemente non nel prossimo futuro), a determinati requisiti,

rating ambientale, sociale e di governance (ESG)», COM/2023/314 final, 13 giugno 2023, Strasburgo, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52023PC0314>.

Di recente, il Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio sul Regolamento, che dovrà essere approvato in via definitiva dagli stessi organi e pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell’Unione europea, divenendo esecutivo diciotto mesi dopo la sua entrata in vigore. Cfr. «Regolamento UE sulle attività di rating ESG: raggiunto l’accordo provvisorio», [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it/art/regolamento-ue-sulle-attivita-di-rating-esg-raggiunto-laccordo-provvisorio/), 6 febbraio 2024, <https://www.dirittobancario.it/art/regolamento-ue-sulle-attivita-di-rating-esg-raggiunto-laccordo-provvisorio/>.

⁸⁶⁷ BROZZETTI, «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.», 487.

⁸⁶⁸ RABITTI, «Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II», 145 s.

⁸⁶⁹ SCHNEIDER, «Prevenzione della crisi d’impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile», 334.

come meccanismo complementare di altri strumenti di politica economica e fiscale di sostenibilità.

Innanzitutto, si sostiene che una combinazione tra i due fattori potrebbe risultare più completa, in considerazione della funzione maggiormente propulsiva del GSF a favore degli investimenti verdi e della funzione deterrente del BPF verso gli investimenti “sporchi”, il tutto, ovviamente, in presenza di specifiche condizioni in grado di mitigarne i rischi.

In primo luogo, nell’articolazione dei fattori, i legislatori finanziari dovrebbero identificare chiaramente l’impatto ambientale delle attività. In tal senso, un decisivo supporto sarebbe apportato dalla Tassonomia Verde europea, la cui implementazione figura tra le strategie di azione della Commissione europea.

In secondo luogo, gli strumenti dovrebbero essere temporanei, da utilizzare, però, nel medio e lungo periodo. Una modalità potrebbe, infatti, essere quella di revisionare, con una certa frequenza, la sua taratura rispetto alla ponderazione dei rischi, adattandola ai progressi compiuti verso la transizione ad un’economia a basse emissioni di carbonio. È particolarmente importante, infatti, che il RWA complessivo delle istituzioni finanziarie non sia eccessivamente ridotto, in modo da non rendere le banche eccessivamente fragili. Per tale ragione, l’introduzione isolata del GSF andrebbe evitata, perché le attività ponderate per il rischio verrebbero definitivamente diminuite. Un’introduzione simultanea dei due fattori, invece, non implicherebbe una riduzione nel breve periodo, dal momento che attualmente i *green assets* sono numericamente inferiori ai *dirty assets*. Questo scenario potrebbe, ovviamente, cambiare nel medio e lungo periodo, se l’economia diviene più verde. In definitiva, la *review* di breve periodo, così come la rimozione dello strumento nello stesso arco temporale, è da escludere perché rischiosa di generare un *bubble effect*, nonché fonte di difficoltà per i politici dimostratisi favorevoli all’introduzione del fattore climatico, così snaturando completamente l’importanza riservata alla transizione. Inoltre, dal momento che non esistono prove scientifiche dell’effetto positivo che tali fattori potrebbero realizzare sui capitali delle banche, la creazione di un sistema di monitoraggio e valutazione potrebbe contribuire a migliorarne l’efficacia, perché basato su dati affidabili, e a revisionarne la calibratura⁸⁷⁰.

⁸⁷⁰ BERENGUER - CARDONA - EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks’ Capital Requirements», 22 s.

In terzo luogo, le autorità di regolamentazione potrebbero rilevare l'impatto ambientale dei prestiti, non solo sulla base dell'impronta ambientale delle imprese ai sensi della Tassonomia Verde, ma anche sulla base dell'impatto dei progetti specifici. Una valutazione a livello di singolo progetto potrebbe rappresentare una sfida per le istituzioni finanziarie, che dovrebbero monitorare la destinazione dei proventi di un nuovo progetto e segnalarli nel caso siano utilizzati per scopi altri dalla sostenibilità. L'introduzione di un modello di certificazione dei prestiti verdi potrebbe contribuire ad ovviare a questo problema. Come si vedrà nell'Appendice dell'elaborato, la banca francese Natixis ha, per prima, implementato una propria metodologia al riguardo. Nel caso, invece, dei prestiti alle famiglie, sarebbe necessario valutare le modalità con cui viene speso il denaro ricevuto dalle banche, cioè, ad esempio, se viene utilizzato per acquistare un'immobile efficiente dal punto di vista energetico, o meno⁸⁷¹.

Infine, per prevenire uno svantaggio competitivo delle banche europee, sarebbe necessario che l'introduzione di eventuali requisiti differenziati per il capitale avvenga all'interno del *framework* di Basilea, quindi a livello internazionale. Se, infatti, gli strumenti venissero adottati soltanto nell'Unione, le istituzioni finanziarie potrebbero reindirizzare i loro prestiti presso altri paesi che non hanno implementato questo tipo di misure⁸⁷². Il rischio di arbitraggio regolamentare, pertanto, sarebbe notevolmente ridotto se l'introduzione fosse simultanea e coerente in più paesi, a livello, quindi, globale, così da massimizzare gli effetti favorevoli sulla riduzione delle emissioni e l'abbassamento dei rischi fisici. Al fine di scongiurare, invece, il rischio di “*shadow banking*”, è essenziale che l'introduzione dei requisiti di aggiustamento sia combinata ad altri interventi finanziari e monetari⁸⁷³. Peraltro, l'associazione dei GDCRs ad altre politiche ambientali, anche diverse da quelle finanziarie e monetarie, come, ad

⁸⁷¹ DAFERMOS - NIKOLAIDI, «Greening capital requirements», 9 ss.

⁸⁷² *Ibid.*, 11.; BÖFFEL - SCHÜRGER, *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union. Thoughts on Current Issues of EU Financial Regulation*, 236.

⁸⁷³ Un esempio è l'“inverdimento” degli acquisti obbligazionari da parte delle banche centrali, così da garantire che le obbligazioni “sporche” affrontino condizioni di finanziamento più severe ed incentivare il finanziamento del credito. Se, poi, queste misure dovessero comprendere anche gli strumenti dello *shadow banking* (come i titoli garantiti da attività), si scoraggerebbe anche il ricorso a pratiche di *shadow banking* dannose per l'ambiente. Y. DAFERMOS, «Climate change, central banking and financial supervision: beyond the risk exposure approach», *SOAS Department of Economics Working Paper*, fasc. 243 (settembre 2021).; D. GABOR ET AL., «Finance and Climate Change: A Progressive Green Finance Strategy for the UK» (Londra: The Labour Party, 2019), https://labour.org.uk/wp-content/uploads/2019/11/12851_19-Finance-and-Climate-Change-Report.pdf.

esempio politiche fiscali verdi (sussidi verdi o tassazione del carbonio), ne implementerebbero l'effettività⁸⁷⁴.

In conclusione, appare evidente che lo stato attuale in cui riversa la finanza sostenibile non gode di un grado di *enforcement* tale da garantire un'efficace transizione sostenibile. Al fine di riconoscere una vera *leadership* nel cambiamento al settore creditizio, l'Unione europea potrebbe prevedere, alle condizioni di cui sopra, benefici economici per le banche che si comportano in modo sostenibile. Il che, comunque, lascerebbe ampio spazio a critiche, dal momento che un nuovo intervento normativo nell'economia introdurrebbe obblighi ancora più stringenti per le banche. Se, tuttavia, si ritiene che il cambiamento sia necessario e necessitato, che sia già in atto e che non possa arrestarsi, che gli interventi normativi in ambito di *reporting* e di *disclosure* non siano sufficienti a trainarlo, allora una calibrata, dettagliata e condizionata introduzione di requisiti ambientali in ambito prudenziale potrebbe giocare un ruolo decisivo nella transizione verso un'economia realmente sostenibile.

⁸⁷⁴ Uno studio dimostra, infatti, che gli effetti di tradizione potenzialmente negativi di un DPF diminuiscono se lo strumento viene implementato insieme a politiche fiscali verdi. Questo perché queste ultime, diminuendo la domanda di prestiti *brown*, rendono il DPF applicabile ad una percentuale inferiore di prestiti. Cfr. DAFERMOS - NIKOLAIDI, «How can green differentiated capital requirements affect climate risks? A dynamic macrofinancial analysis».

Appendice

Il *Green Weighting Factor* (GWF) secondo la metodologia di Natixis Corporate & Investment Banking (CIB).

La presente sezione dell'elaborato si propone di approfondire l'applicazione sperimentale di un requisito ambientale prudenziale, il *Green Weighting Factor* (GWF), da parte della banca francese Natixis Corporate & Investment Banking (CIB), che si occupa di servizi finanziari specializzati nella gestione di patrimoni e beni, nel *corporate* e nell'*investment banking*. CIB, inoltre, fa parte dal 2021 della divisione *Global Financial Services* del Groupe BPCE, il secondo gruppo bancario francese⁸⁷⁵. Natixis CIB può, in questo modo, beneficiare della forza finanziaria e della solidità dei *rating* finanziari del Groupe BPCE⁸⁷⁶.

L'iniziativa è stata, per la prima volta, annunciata durante il *Climate Finance Day* a Parigi l'11 dicembre 2017 e divenuta operativa a partire dal 2018, ai fini del monitoraggio della strategia climatica della società e di presidio del suo allineamento agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. L'implementazione del GWF ha reso Natixis CIB la prima banca al mondo a gestire attivamente l'impatto sul clima del proprio bilancio⁸⁷⁷.

Il *Green Weighting Factor* è un meccanismo *in-house*, che sostanzialmente incorpora l'idea di unire i benefici sia del GSF che del BPF. Lo strumento sarebbe in grado di regolare l'allocazione analitica del capitale in relazione al livello di sostenibilità di ciascuna attività, secondo i suoi impatti climatici ed ambientali. Il GWF è articolato sulla scia del GSF suggerito a livello europeo, applicando un aggiustamento positivo della ponderazione del rischio del RWA che hanno un impatto positivo sull'ambiente e un aggiustamento negativo sulle attività aventi effetti indesiderati.

⁸⁷⁵ GROUPE BPCE, «Il gruppo», <https://groupebpce.com/en/the-group/organization>.

⁸⁷⁶ Standard & Poor's: A; Moody's: A1; Fitch: A+; R&I: A+. Cfr. NATIXIS CIB, «Profilo», <https://home.cib.natixis.com/profile>.

⁸⁷⁷ ETICANEWS, «Natixis presenta strumento per calcolare il peso green dei propri crediti», 25 settembre 2019, <https://www.eticanews.it/natixis-presenta-strumento-per-calcolare-il-peso-green-dei-propri-crediti/>.

Si è detto che, inizialmente, lo strumento aveva due obiettivi simultanei: i) incentivare i crediti verdi nel portafoglio di Natixis per ridurre l'impatto ambientale della banca; ii) integrare il rischio di transizione climatica nella valutazione del rischio di operazioni di prestito della banca. Nonostante, oggi, Natixis lo presenti come uno strumento facile, in realtà la sua implementazione ha incontrato qualche difficoltà. Nell'analisi di alcuni casi, infatti, è emerso che la realizzazione di entrambi gli obiettivi fosse incompatibile. In primo luogo, lo studio delle attività *trade-finance* ha sollevato discussioni circa l'introduzione di un vincolo di orizzonte temporale. Prendendo ad esempio il commercio del petrolio (attività a brevissimo termine), non vi sono rischi di transizione dal punto di vista del rischio, ma, ovviamente, il suo finanziamento ha effetti negativi sull'ambiente e sul clima. In secondo luogo, anche la garanzia del prestito può creare una divergenza tra i due obiettivi: questa, infatti, può non essere esposta a rischi di transizione, ma ciò non implica che l'attività sottostante non abbia impatti ambientali negativi. Ulteriori difficoltà sono, poi, emerse in relazione alle modifiche dei diciassette sistemi IT interessati, al cambiamento della cultura interna in vista dell'accettazione del meccanismo e al tempo impiegato per sviluppare la metodologia e rivederne le procedure scritte⁸⁷⁸.

Volendo entrare più nel dettaglio, il sistema di *rating* della *Green Evaluation Methodology* si basa su una scala di colori divisa in sette livelli, che partono dal “*dark brown*” fino ad arrivare al “*dark green*”, secondo i principi di cui alla Tassonomia europea. Sulla base di questi principi, ogni macro settore è posizionato sulla scala con un *rating* dei singoli clienti o progetti, secondo le loro strategie di transizione. La componente climatica del *rating* di ogni transazione è il risultato di un *life cycle approach*: la valutazione, infatti, copre le emissioni GHG dallo *scope 1* allo *scope 3* (sia a monte che a valle) per tutti i settori ad alto impatto; include il potere “decarbonizzante” dei prodotti e delle attività delle imprese (cioè, emissioni ridotte e/o evitate per i loro clienti).

I *ratings* così ottenuti dai modelli valutativi sono utilizzati per impegnarsi nel dialogo strategico con i clienti e per strutturare prodotti finanziari allineati ai requisiti di supporto delle controparti, per gestire le esposizioni in maniera dinamica e per impostare un sistema di pianificazione strategica delle attività commerciali allineate

⁸⁷⁸ BERENGUER - CARDONA - EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks' Capital Requirements», 16.

agli impegni del portafoglio. Gli strumenti sviluppati dal Groupe BPCE sono specifici della natura dei portafogli in corso di valutazione.

Peraltro, come per gli investimenti, Natixis aveva sviluppato un *benchmark* denominato “*greenbrown ratio*” per misurare il coinvolgimento di ogni impresa in attività *green* o *brown*, sulla base delle indicazioni fornite dal TEG e, quindi, ancor prima dell’implementazione della Tassonomia Verde. Deve, quindi, ritenersi pacifico che lo strumento europeo abbia sostituito tale sistema di classificazione⁸⁷⁹.

Questa valutazione viene effettuata su base granulare per ciascuna delle esposizioni presenti in bilancio per tutti i prodotti bancari (prestiti, garanzie, obbligazioni, crediti documentari), indipendentemente dalla loro scadenza, in tutte le regioni geografiche e in tutti i settori di attività, ad eccezione dei settori finanziario, sovrano e pubblico⁸⁸⁰. La scelta, quindi, di utilizzare una scala di sette colori riflette la volontà di valutare la granularità e il progresso degli attori della transizione: le *nuances* e le differenze di trattamento offerte in relazione alla classe di posizionamento consentono di accompagnare i clienti in maniera differente verso la transizione.

Il procedimento di valutazione fa riferimento a due categorie di crediti⁸⁸¹. Innanzitutto, vi sono i “*non-dedicated financing*” (quando lo scopo della transazione non è specificato), per i quali viene effettuata un’analisi dinamica di ogni cliente secondo le emissioni rilasciate, la loro strategia di “decarbonizzazione”, le prospettive future e le esposizioni ad esternalità ambientali negative non climatiche. L’analisi non è automatizzata, ma è condotta da esperti⁸⁸². Altra tipologia di crediti sono i “*dedicated financing*” (progetti, attività, prodotti o materie prime), per i quali il *rating* viene determinato da un sistema di intelligenza artificiale gestito da Natixis, articolato in un albero decisionale, che parte da un punteggio iniziale relativo ad ogni

⁸⁷⁹ H. M. NGUYEN - C. MERLE, «EU Climate Benchmarks- Reality and consistency check» (Natixis Green & Sustainable Hub, novembre 2019), 45 ss, https://gsh.cib.natixis.com/api-website-feature/files/download/8915/natixis_green_and_sustainable_hub_special_report_-_eu_climate_benchmarks.pdf.

⁸⁸⁰ GROUPE BPCE, «TCFD - The Climate Report of Groupe BPCE», 2022, 39, <https://groupebpce.com/en/csr/actor-in-the-environmental-transition>.

⁸⁸¹ *Ibid*, 40.; BERENQUER - CARDONA - EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks’ Capital Requirements», 15.

⁸⁸² Questo tipo di analisi viene svolto dalla società Carbone 4 Finance sulla base di dati pubblici e privati.

settore/tecnologia⁸⁸³. Successivamente, vengono inclusi altri parametri per verificare la possibilità di impatti ambientali ulteriori (biodiversità, acqua, inquinamento e rifiuti). I 46 *decision trees* forniscono, quindi, diversi percorsi per raggiungere il punteggio ambientale finale, attraverso un sistema già inquadrato e completamente automatizzato⁸⁸⁴. Per entrambe le categorie di credito, ovviamente, il punteggio finale non è necessariamente statico, ma soggetto a revisioni periodiche, specialmente per i crediti considerati altamente rischiosi secondo il GWF.

Una volta, quindi, che l'impatto climatico è stato determinato in tutti i settori in cui Natixis opera (trasporti, infrastrutture, immobiliare, *energy*, risorse naturali, rifiuti e settore pubblico), il GWF prevede che tutti i prestiti che abbiano un *rating green* ricevono uno sconto fino al 50% sulle loro ponderazioni del rischio. Al contrario, per i prestiti indicizzati con un *rating* negativo in termini di impatto climatico, si introduce un aumento della ponderazione del rischio fino al 24%⁸⁸⁵.

Nel primo caso, la concessione dei prestiti potrebbe consentire una riduzione della ponderazione delle attività, con conseguente diminuzione del denominatore del coefficiente patrimoniale e, quindi, un aumento del coefficiente stesso. Ciò comporterebbe, quindi, una maggiore solidità patrimoniale per la banca. Nel caso di concessione di prestiti per attività inquinanti, invece, la ponderazione del rischio richiesta alla banca sarebbe più elevata. In quest'ipotesi, il denominatore del coefficiente sarebbe più elevato e l'intero coefficiente di solvibilità subirebbe una riduzione, a causa dell'aumento dei RWAs.

Inoltre, adeguando il rendimento atteso da ciascun prestito in funzione del suo impatto sull'ambiente e sul clima, Natixis incoraggia e favorisce le soluzioni di finanziamento verdi, a parità di rischio di credito.

Il GWF è un *framework* volontario che non ha impatto sul calcolo dei requisiti di capitale prudenziali. Inizialmente, infatti, è stato calibrato per essere neutrale dal punto di vista del capitale, cioè per garantire che il capitale analitico di Natixis rimanga simile a quello richiesto dalla normativa bancaria. Tale neutralità climatica è garantita

⁸⁸³ Il *rating* viene sviluppato in collaborazione con la società di consulenza esterna Icare by BearingPoint.

⁸⁸⁴ BERENGUER - CARDONA - EVAIN, «Integrating Climate-related Risks into Banks' Capital Requirements», 15.

⁸⁸⁵ INTONTI - CEO - FERRI, «Capital adequacy in banks and sustainable finance: the Green Supporting Factor», 58

dall'attuale struttura del portafoglio. Ad oggi, il GWF copre il 91% del bilancio del gruppo (124 miliardi di euro di esposizioni di bilancio), rispetto al 77% del 2020. Di questa percentuale, poi, il 40% è costituito da attività marroni (che andrebbero ovviamente nuovamente suddivise in base alle sfumature di colore), il 33% da attività grigie (transazioni con un impatto neutrale o limitato sull'ambiente e sul clima) e il 27% da attività verdi⁸⁸⁶. La calibrazione, quindi, del fattore di aggiustamento dei RWAs garantisce che la riduzione del capitale richiesto per il 27% di attività *green* non superi l'aumento del capitale richiesto per il 40% di quelle *brown*. In questo modo, il capitale analitico di Natixis rimane stabile e identico a quello prudenziale, almeno in partenza. Quando, come i dati dimostrano essere avvenuto, la percentuale di attività verdi nel portafoglio aumenterà, il GWF genererà una differenza tra il capitale analitico di Natixis e quello regolamentare. In quel caso, potrebbe essere necessario effettuare un nuovo aggiustamento in relazione alla nuova struttura del portafoglio, per colmare il *gap* di capitale, qualora la banca intenda mantenere tale neutralità patrimoniale nel tempo⁸⁸⁷.

Il gruppo bancario, inoltre, ha, apparentemente, ricevuto riscontri positivi dall'applicazione del GWF inizialmente limitata al portafoglio *Corporate & Investment Banking*, in quanto ha poi deciso di modificarlo per adeguarlo alle specifiche caratteristiche degli altri portafogli del gruppo (quelli relativi alle attività bancarie di *retail*) e ai settori di attività di ognuna delle controparti prese in considerazione (ad esempio, le PMI)⁸⁸⁸.

In conclusione, il GWF è un interessante strumento pionieristico nell'ambito dell'implementazione di requisiti ambientali di capitale. Il modello si presenta come una combinazione del GSF e del BPF con degli spunti riflessivi importanti. In primo

⁸⁸⁶ I dati, peraltro, evidenziano un aumento della porzione verde ed una riduzione di quella marrone rispetto al 2020. Questo cambiamento è stato alimentato, secondo il gruppo, dall'adozione di una strategia pro-attiva sul finanziamento delle attività *oil&gas*, comportando un aumento significativo delle esposizioni alle energie rinnovabili. Il gruppo, infatti, si è posto un obiettivo chiave di riduzione delle emissioni assolute legate al finanziamento della produzione di petrolio e gas del 30% tra il 2020 e il 2030. Secondo i dati del 2022, il gruppo avrebbe ridotto le sue esposizioni di quasi il 20%. GROUPE BPCE, «TCFD - The Climate Report of Groupe BPCE», 2022, 41 s.; GROUPE BPCE, «Natixis announces withdrawal from shale oil and gas and accelerates its complete exit from the coal industry», 18 maggio 2020, <https://newsroom-en.groupebpce.fr/news/natixis-announces-withdrawal-from-shale-oil-and-gas-and-accelerates-its-complete-exit-from-the-coal-industry-cedf-53927.html>.

⁸⁸⁷ BERENGUER - CARDONA - EVAÏN, «Integrating Climate-related Risks into Banks' Capital Requirements», 16.

⁸⁸⁸ GROUPE BPCE, «TCFD - The Climate Report of Groupe BPCE», 2022, 37.

luogo, viene adottato un approccio di *long term*, con una continua attività di monitoraggio ed implementazione. È, pertanto, uno strumento flessibile, in grado di adattarsi all'inclusione di nuove attività o alla considerazione di nuovi rischi. Si allontana da una semplice associazione del GSF e del BPF, che porterebbe con sé le criticità di entrambi i meccanismi. Proprio quest'elasticità lo eleva a strumento di gestione replicabile da tutte le banche che desiderano impegnarsi nella transizione verde del proprio portafoglio⁸⁸⁹. L'applicazione limitata dello strumento ad un solo gruppo bancario europeo, d'altra parte, non ne consente un'analisi globale circa l'impatto dello strumento sull'attività creditizia.

In conclusione, i benefici dello strumento per la banca risultano evidenti. Tuttavia, l'assenza di dati comparabili circa i risvolti applicativi da parte di più banche o più gruppi bancari non permette di esprimere un giudizio complessivamente positivo sul GWF. Come sostenuto in precedenza⁸⁹⁰, ai fini di una corretta introduzione dei requisiti ambientali nell'ambito dei requisiti di capitale, quattro condizioni necessarie devono coesistere. Nel caso di specie, le prime tre (identificazione chiara dell'impatto ambientale tramite la Tassonomia europea; strumento periodicamente revisionato in una prospettiva di medio e lungo periodo; valutazione degli impatti a livello di singolo progetto) sono rispettate, a differenza dell'ultima che, appunto, richiederebbe un'applicazione armonizzata a livello internazionale.

⁸⁸⁹ INTONTI - CEO - FERRI, «Capital adequacy in banks and sustainable finance: the Green Supporting Factor», 59

⁸⁹⁰ Si veda *supra* cap. 3, §6.

Conclusioni

L'analisi condotta nei tre capitoli dell'elaborato ha messo in evidenza diversi aspetti fondamentali per rispondere al quesito di ricerca.

L'evoluzione normativa che ha interessato lo scenario internazionale ed europeo ha riconosciuto al settore finanziario e a quello bancario, in particolare, il ruolo di *leader* nella transizione ad un'economia sostenibile. Le banche, infatti, grazie alla loro delicata posizione nei mercati, possono influenzare direttamente le imprese non finanziarie e le loro strategie di investimento. Se si considera, poi, la primazia del credito bancario rispetto alle altre forme di finanziamento nel sistema, fortemente "bancocentrico", come quello europeo, le ragioni dell'Unione sono facilmente intuibili. La finanza sostenibile è, pertanto, incaricata di indirizzare, nel miglior modo possibile e nel minor tempo possibile, i flussi di capitale verso progetti che aspirino ad obiettivi di sostenibilità e che tengano conto dei possibili impatti dell'attività sull'ambiente e sulla società generalmente intesa.

A questo scopo, risponde la nuova direttiva *Corporate Sustainability Reporting Directive*, che impone l'obbligo di *reporting* in materia di sostenibilità, secondo il principio della "double materiality". In questo senso, le imprese devono adottare nella redazione della relazione, sia una prospettiva c.d. "inside-out", sia "outside-in". I temi materiali sono, pertanto, inclusivi sia degli impatti dell'impresa sulla comunità e sull'ambiente ("impact materiality"), sia degli impatti negativi o positivi che l'esposizione a rischi di sostenibilità genera sullo sviluppo e sul valore dell'impresa ("financial materiality").

Agli obblighi di *reporting* si aggiungono quelli di *disclosure*, a partire dalle regole di trasparenza imposte dall'art. 8 TR sulle attività eco-sostenibili, che nelle banche si traducono nella diffusione del *Green Asset Ratio*, un KPI relativo al rapporto tra gli *assets* creditizi che finanziano attività allineate alla Tassonomia e le attività totali nel bilancio, cioè incluse nel proprio consolidamento prudenziale, determinato in conformità alle disposizioni di cui al CRR.

Mettendo da parte gli obblighi informativi proposti dalla *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, che, nell'ormai abbandonata versione iniziale avrebbero introdotto un nuovo paradigma nell'amministrazione e nella gestione delle imprese finanziarie, si ricordano quelli previsti per le banche qualificabili come

“imprese di investimento” e “partecipanti ai mercati finanziari”, in relazione agli investimenti sostenibili, sia nella fase precontrattuale, secondo quanto introdotto dal regolamento SFDR, sia nella fase di consulenza, in relazione all’offerta di prodotti sostenibili che siano coerenti con le preferenze di sostenibilità della clientela, secondo le novità MiFID II.

La stessa offerta di prodotti finanziari può essere ampliata dagli enti creditizi se supportata da obblighi quantitativamente e qualitativamente sufficienti. È questo il caso dell’elevato successo riscontrato dagli *European Green Bonds*, dotati di una specifica regolamentazione, relativa all’utilizzo dei proventi, a prescrizioni informative e alla revisione esterna da parte di un soggetto terzo autorizzato. L’ulteriore raccolta di capitali può essere supportata dai “prestiti sostenibili dal punto di vista ambientale” che, secondo le Linee Guida dell’ABE, impongono agli enti creditizi di valutare i rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari e del potenziale impatto dei fattori ambientali per la propensione al rischio delle controparti.

È evidente che questo apparato normativo, estremamente dettagliato, comporta una *overregulation* del settore bancario, quella che è stata definita “un’alluvione o, peggio, uno *tsunami* di fonti con valore diverso”⁸⁹¹. L’eccessiva regolamentazione, si è visto, impone alle banche un’infinità di doveri di comunicazione (*overdisclosure*), che potrebbero, certamente, ingenerare rischi di inutili sovrapposizioni. Tuttavia, si ritiene che questa situazione sia necessaria e necessitata. L’ampiezza di un concetto quale quello di “sostenibilità”, in assenza di una puntuale regolamentazione armonizzata, rischierebbe – come succede - di spianare la strada ad atteggiamenti pericolosamente discrezionali, che potrebbero, a loro volta, avere conseguenze preoccupanti a livello sistemico. Riconosciuta, infatti, l’importanza che i rischi di sostenibilità ricoprono nel panorama prudenziale e compresa la lezione di Lehman Brothers, il legislatore decide di adottare un nuovo approccio pro-attivo, che anticipi e regoli prontamente ogni aspetto applicativo dei fattori ESG.

In considerazione delle riflessioni portate avanti nel corso dell’elaborato, si ritiene possibile dare una risposta al quesito inizialmente posto.

⁸⁹¹ PORTALE, «La *corporate governance* delle società bancarie», 53; MÜLBERT, «Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarktrecht».

I doveri di informativa imposti al settore bancario rappresentano una condizione necessaria, ma non sufficiente per realizzare la transizione ad un'economia sostenibile. La diffusione di informazioni societarie di sostenibilità contribuisce, sicuramente, ad aumentare la fiducia degli investitori nel mercato ESG, nonché a migliorare il rischio reputazionale degli enti creditizi.

Tuttavia, la considerazione dei rischi di sostenibilità da parte dell'UE si è arrestata ai requisiti di II e III pilastro di Basilea, rispettivamente, quindi, di vigilanza e di trasparenza. Si è, invece, trascurata la possibilità di integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali patrimoniali (I pilastro di Basilea). In questo modo, le banche, in quanto imprese tradizionalmente intese, sarebbero maggiormente incentivate ad investire nella sostenibilità, perché destinatarie di un tornaconto economico, rappresentato da un alleggerimento degli oneri patrimoniali. Se è vero, infatti, che secondo il concetto di "sostenibilità", così come evoluto dall'originaria *corporate social responsibility*, l'interesse sociale non deve più solo corrispondere alla massimizzazione del profitto, ma anche al perseguimento di obiettivi ESG, è anche vero che il fine primario dell'attività d'impresa resta comunque la ricerca del profitto.

Lo strumento proposto è rappresentato dai requisiti di capitale verdi c.d. "differenziati" (GDCRs dall'inglese), che intendono rendere i prestiti *green* più convenienti dei prestiti *brown*, per le stesse banche. I tre strumenti considerati sono il *Green Supporting Factor* (GSF), il *Brown Penalizing Factor* (BPF) e la combinazione tra i due.

Il primo opera nel senso di richiedere agli intermediari bancari di possedere una riserva di capitale inferiore ai fini della concessione di prestiti verdi, ai quali vengono associati coefficienti di rischio ponderati ridotti, basati su un concetto diverso del loro grado di incertezza. Tuttavia, i benefici dell'utilizzo dello strumento sono strettamente legati all'effettiva minore rischiosità degli investimenti *green* rispetto agli altri, o almeno rispetto a quelli *brown*, di cui, però, non c'è attualmente certezza. Ciò potrebbe indebolire le banche, inducendole a detenere requisiti di capitale inferiori per le esposizioni verso i *green assets*, e ridurre la loro resilienza ad eventuali *shock* sistemici. L'incentivo economico potrebbe, peraltro, creare una "*green bubble*" nel mercato. È stato, infatti, osservato che: "*It is a bad idea to grant banks extra-low levels*

*of capital if something is 'green'; realising the extra risk of 'brown' does not make 'green' extra-safe*⁸⁹².

Il *Brown Penalizing Factor*, invece, opera aumentando i tassi di interesse sui prestiti “sporchi”, incidendo sulla ponderazione del rischio di questa tipologia di attività. Questo meccanismo deterrente aiuterebbe le banche a sopportare le perdite derivanti dall’eventuale materializzazione dei rischi climatici, dal momento che le attività *brown* sono esposte a rischi di transizione più elevati di quelli delle attività allineate. La sua attuazione, inoltre, risulterebbe più semplice di quella del GSF, non implicando modifiche al quadro patrimoniale delle banche. Tra i rischi di un tale meccanismo, tuttavia, vi sono l’eccessiva penalizzazione di imprese non finanziarie realmente impegnate nella transizione sostenibile e di banche già non sufficientemente capitalizzate, l’incertezza dell’aumento delle attività *green*, la nascita di misure elusive, quali lo *shadow banking*.

Una terza via sarebbe rappresentata dalla combinazione di entrambi i fattori, GSF e BPF. Ciò imporrebbe contemporaneamente un fattore *bonus* e una sanzione. Se, da una parte, l’uso simultaneo di entrambi i fattori potrebbe garantire un maggiore supporto alla transizione, soprattutto se adottati insieme ad altre politiche economiche, quali quelle fiscali, dall’altra, i problemi evidenziati relativamente a ciascuno di essi non scomparirebbero.

Nonostante l’ABE abbia già escluso la possibilità di introdurre possibili GDCRs, si ritiene che tale eventualità possa essere in futuro nuovamente valutata, in presenza di una serie tassativa di condizioni.

Innanzitutto, si ritiene che la “terza via” di combinazione tra i due fattori possa essere la più completa, in considerazione della funzione maggiormente propulsiva del GSF a favore degli investimenti verdi e della funzione deterrente del BPF verso gli investimenti “sporchi”.

Tra i requisiti necessari, vi è, in primo luogo, la necessità di identificare chiaramente, nell’articolazione dei fattori, l’impatto ambientale delle attività. In tal senso, un decisivo supporto sarebbe apportato dalla Tassonomia Verde europea.

In secondo luogo, gli strumenti dovrebbero essere temporanei e da utilizzare nel medio e lungo periodo. Ciò significherebbe revisionare, con una certa frequenza, la

⁸⁹² BOOT - SCHOENMAKER, «Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good».

taratura rispetto alla ponderazione dei rischi, adattandola ai progressi compiuti verso la transizione ad un'economia a basse emissioni di carbonio. È particolarmente importante, infatti, che il *Risk-Weight Assets* complessivo delle istituzioni finanziarie non sia eccessivamente ridotto, in modo da non rendere le banche eccessivamente fragili. Diversamente, una *review* di breve periodo, oppure la rimozione dello strumento nello stesso arco temporale, sarebbe da escludere perché rischiosa di generare un *bubble effect*. Inoltre, dal momento che non esistono prove scientifiche dell'effetto positivo che tali fattori potrebbero realizzare sui capitali delle banche, la creazione di un sistema di monitoraggio e valutazione potrebbe contribuire a migliorarne l'efficacia, perché basato su dati affidabili, e a revisionarne la calibratura.

In terzo luogo, una valutazione a livello di singolo progetto potrebbe obbligare le banche a monitorare la destinazione dei relativi proventi e segnalarli nel caso siano utilizzati per scopi altri dalla sostenibilità. L'introduzione di un modello di certificazione dei prestiti verdi potrebbe contribuire ad ovviare a questo problema.

Infine, per prevenire uno svantaggio competitivo delle banche europee, sarebbe necessario che l'introduzione di requisiti differenziati per il capitale avvenga all'interno del *framework* di Basilea, quindi a livello internazionale. Se, infatti, gli strumenti venissero adottati soltanto nell'Unione, le istituzioni finanziarie potrebbero reindirizzare i loro prestiti presso altri paesi che non hanno implementato questo tipo di misure. Il rischio di arbitraggio regolamentare, pertanto, sarebbe notevolmente ridotto se l'introduzione fosse simultanea e coerente in più paesi, così da massimizzare gli effetti favorevoli sulla riduzione delle emissioni e l'abbassamento dei rischi fisici. Al fine di scongiurare, invece, il rischio di "*shadow banking*", sarebbe essenziale che l'introduzione dei requisiti di aggiustamento sia combinata ad altri interventi finanziari, monetari, oppure di politiche fiscali verdi, in modo da implementarne l'efficacia.

L'approfondimento condotto nell'Appendice dell'elaborato ha permesso una valutazione dell'applicazione pionieristica dello strumento *in-house*, il *Green Weighting Factor* (GWF), da parte di Natixis (CIB), ormai parte del secondo gruppo bancario francese, Groupe BPCE. Il modello, introdotto per incentivare i crediti verdi del portafoglio della banca e per integrare il rischio di transizione climatica nella valutazione del rischio di operazioni di prestito, ricalca sostanzialmente quello della combinazione del GSF e del BPF, presentando quasi tutti i requisiti sopraelencati. È

un modello flessibile, replicabile da tutte le banche, soggetto a costante monitoraggio e adeguamento. La metodologia di *rating* delle attività è, infatti, articolata su una scala di colori divisa in sette livelli, che utilizza i principi di cui alla Tassonomia Verde. Il processo di valutazione dei crediti è, inoltre, eseguito in maniera granulare in relazione ad ogni *asset* ricompreso nel portafoglio bancario, distinguendo le modalità di *rating* a seconda che si tratti di “*non-dedicated financing*”, oppure di “*dedicated financing*”. Tuttavia, nonostante i benefici di un tale strumento risultino evidenti per il gruppo francese, l’assenza di dati comparabili circa i risvolti applicativi da parte di altri gruppi bancari non permette di esprimere un giudizio complessivamente positivo sul GWF, venendo meno l’ultima condizione necessaria, relativa all’applicazione armonizzata a livello internazionale.

In definitiva, si ritiene che lo stato attuale in cui riversa la finanza sostenibile non goda di un grado di *enforcement* tale da garantire un’efficace transizione sostenibile. Al fine di riconoscere una vera *leadership* nel cambiamento al settore creditizio, l’Unione europea potrebbe prevedere, alle condizioni di cui sopra, benefici economici per le banche che si comportano in modo sostenibile.

Se si ritiene che il cambiamento sia necessario e necessitato, che sia già in atto e che non possa arrestarsi, perché “non è più tempo delle parole, ma quello dell’azione”⁸⁹³, allora gli interventi normativi in ambito di *reporting* e di *disclosure* non possono considerarsi sufficienti ad incanalare i flussi di capitale verso un’economia realmente sostenibile, se non supportati da un’introduzione calibrata, dettagliata e condizionata di benefici economici per le banche più sostenibili, quali i requisiti patrimoniali ambientali differenziati.

⁸⁹³ Sono le parole pronunciate dalla regina Elisabetta in un videomessaggio in occasione della COP26 a Glasgow, reperibile al link <https://tg24.sky.it/ambiente/2021/11/01/cop-26-discorsi-leader>.

Bibliografia

ABI. «Rilevazione BusinEsSG - DNF 2020, Integrazione della dimensione Esg nel *business* bancario: *focus* su *reporting* non finanziario». Sintesi, novembre 2020.

<https://www.abi.it/mercati/responsabilita-sociale-dimpresa/banche-e-csr/?LinkFrom=Consumatori/ordina>.

ACCINNI, GIOVANNI PAOLO. «Rilevanza penale delle falsità nei cd. *Non financial statements?*» *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, fasc. 1 (2018): 45–52.

ADAMS, CAROL A., ABDULLAH ALHAMOOD, XINWU HE, DR JIE TIAN, LE WANG, E YI WANG. «The double-materiality concept. Application and issues». Global Reporting Initiative (GRI), 2021.
<https://www.globalreporting.org/media/jrbntbyv/griwhitepaper-publications.pdf>.

AGOSTINI, FEDERICA. «La pubblicazione degli *standard* ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità». *Quaderni Assosim*, fasc. 1 (2023): 22–24.

ALAI, EUGENIO, MARIO BOWINKEL. «Impatti sul processo del credito delle Linee guida EBA in materia di erogazione e monitoraggio». *Amministrazione & Finanza*, fasc. 10 (2020): 66–76.

ALLENBACH-AMMANN, JÁNOS. «EU Parliament and member states reach deal on corporate due diligence law». Euractiv, 14 dicembre 2023.
<https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eu-parliament-and-member-states-reach-deal-on-corporate-due-diligence-law/>.

ALPA, GUIDO. «Responsabilità degli amministratori di società e principio di “sostenibilità”». *Contratto e impresa*, fasc. 3 (2021): 721–56.

AMBROSINI, STEFANO. «Il collegio sindacale». In *Trattato di diritto privato - Diretto da Pietro Rescigno*, 187–286. Utet Giuridica, 2013.

AMMANATI, LAURA. «Energia e ambiente: regolazione per la transizione». In *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, 169–82. I diritti economici 24. Wolters Kluwer; CEDAM, 2022.

AMMANATI, LAURA, ALLEGRA CANEPA. «Intervento pubblico e finanza sostenibile». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n.4 (2022).

AMOROSINO, SANDRO. «Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia». *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. II (2016): 15–22.

ANGELICI, CARLO. «Introduzione». In *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, 758–71. Roma, 2016.

ANGELINI, PAOLO. «The financial risks posed by climate change: information gaps and transition plans», 1–16. Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito, Milan: Bank of Italy, 2022.
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/en-ANGELINI-15-novembre-2022.pdf?language_id=1.

ASSEMBLEA GENERALE DELLE NAZIONI UNITE. «Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile», A/RES/70/1, 2015.
<https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>.

ASSONIME. «Assonime feedback on the European Commission Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Reporting». Consultazioni, 2021.

———. «General Comments on EFRAG Consultation on Sustainability Standards». Consultazioni, 2022.

———. «Doveri degli amministratori e sostenibilità». Note e Studi 6/2021, 18 marzo 2021. https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Pagine/Note-e-Studi-6_2021.aspx.

———. «Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie». *Circolare n. 13 del 12 giugno 2017*.

———. «Gli obblighi pubblicitari per le imprese non finanziarie secondo il regolamento tassonomia», 2021.

———. «Il Regolamento Consob in materia di informazioni non finanziarie: chiarimenti e questioni aperte». *Circolare n.7 del 2 marzo 2018*, 2018.

———. «Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecosostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società». *Circolare n. 1 del 19 gennaio 2022*.

———. «La sfida della sostenibilità per le PMI quotate su Euronext Growth Milan. Evoluzione del quadro normativo e nuove opportunità.», Note e Studi, 3 (2023): 1–34.

———. «Legge di bilancio 2019: novità in tema di dichiarazione non finanziaria». *Circolare n.4 dell'11 febbraio 2019*.

———. «L'evoluzione dell'organo amministrativo tra sostenibilità e trasformazione digitale». Note e Studi, 2023.

———. «Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code», 10 febbraio 2023. https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Pagine/Report-on-Corporate-Governance-in-Italy_2022.aspx.

AURELI, SERENA, MARA DEL BALDO, ROSA LOMBARDI, FABIO NAPPO. «Nonfinancial Reporting Regulation and Challenges in Sustainability Disclosure and Corporate Governance Practices». *Business Strategy and the Environment* 29, fasc. 6 (2020): 12. <https://doi.org/10.1002/bse.2509>.

BANCA CENTRALE EUROPEA. «2022 climate risk stress test», luglio 2022. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708~2e3cc0999f.it.pdf.

———. «Good practices for climate - related and environmental risk management. Observations from the 2022 thematic review», novembre 2022. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.thematicreviewcercompendumgoodpractices112022~b474fb8ed0.en.pdf>.

———. «Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità (ILAAP)», novembre 2018. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.ilaap_guide_201811.it.pdf.

———. «Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa», novembre 2020. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>.

———. «Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria». Sistema europeo di vigilanza finanziaria, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/esfs/html/index.it.html>.

———. «La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria». Comunicato stampa, 8 luglio 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.it.html.

———. «La prova di stress prudenziale della BCE evidenzia la necessità di maggiore attenzione al rischio climatico da parte delle banche». Comunicato stampa, 8 luglio 2022.

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr220708~565c38d18a.it.html>.

———. «Towards climate-related statistical indicators», gennaio 2023. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_change_indicators202301%7E47c4bbbc92.en.pdf.

BANCA D'ITALIA. «Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali», 8 aprile 2022. https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf.

———. «Considerazioni finali del Governatore». Relazione annuale sul 2021. Roma, 31 maggio 2022. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/index.html>.

———. «Disposizioni di vigilanza per le banche - Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013», <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Circ.-285-Testo-integrale-al-44-aggto.pdf>.

———. «Nota n. 13 del 20 luglio 2021», <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/elenco-esa/note/Nota-n-13-del-20-luglio-2021.pdf>.

———. «Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di banche *less significant*», novembre 2022. https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20221123/Nota_informativa_rischi_climatici_e_ambientali.pdf.

BARACHINI, FRANCESCO. *La gestione delegata nella società per azioni*. Giappichelli, 2008.

BARBAGALLO, CARMELO. «La vigilanza bancaria tra presente e futuro», 21. Università Luiss Guido Carli, Roma, 2014. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2014/barbagallo_230114.pdf.

BARTH, MARY E., KATHERINE SCHIPPER. «Financial Reporting Transparency». *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 23, fasc. 2 (2008): 173–90. https://doi.org/10.1177/0148558X0802300203open_in_new.

BARZAGHI, PIERMARIO. «European Sustainability Reporting Standards - Gli Standard Sociali (S1, S2, S3 e S4)». Presentato al Forum Assonime Report di Sostenibilità, 10 marzo 2023. https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

BAUMÜLLER, JOSEF, STEFAN O. GRBENIC. «Moving from Non-Financial to Sustainability Reporting: Analyzing the EU Commission’s Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)». *Facta Universitatis, Economics and Organization*, 18, fasc. 4 (2021): 369–81. <https://doi.org/10.22190/FUEO210817026B>.

BAUMÜLLER, JOSEF, E KARINA SOPP. «Double Materiality and the Shift from Non-Financial to European Sustainability Reporting: Review, Outlook and Implications». *Journal of Applied Accounting Research* 23, fasc. 1 (1 febbraio 2022): 8–28. <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>.

BEBCHUK, LUCIAN A., ROBERTO TALLARITA. «The Illusory Promise of Stakeholder Governance». *Cornell Law Review* 106, fasc. 12 (26 febbraio 2020): 91–178.

BELLUZZI, MIKOL. «Direttiva sul dovere di diligenza, anche l’Italia si astiene e salta il voto». *Verità&Affari*, 9 febbraio 2024. <https://www.veritaeaffari.it/europa/direttiva-dovere-diligenza-anche-litalia-si-astiene-salta-il-voto/>.

BELTRAMME, GIORGIO. «L’evoluzione dell’attività di supervisione bancaria». *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. Supplemento n. 2 al n. 1 (2022): 4–28.

BENVENUTO, LEONARDO. «Il ruolo e le responsabilità degli organi sociali nel Report di sostenibilità». Presentato al Forum Assonime Report di Sostenibilità, Roma, 10 marzo 2023. https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

BERENGUER, MARIA, MICHEL CARDONA, JULIE EVAIN. «Integrating Climate-related Risks into Banks’ Capital Requirements». Parigi: I4CE Institute For Climate

https://wwfint.awsassets.panda.org/downloads/integratingclimate_etudeva.pdf.

BERKE, PHILIP R., E MARIA MANTA CONROY. «Are We Planning for Sustainable Development?: An Evaluation of 30 Comprehensive Plans». *Journal of the American Planning Association* 66, fasc. 1 (31 marzo 2000): 21–33. <https://doi.org/10.1080/01944360008976081>.

BERNARDINI, ENRICO, IVAN FAIELLA, LUCIANO LAVECCHIA, ALESSANDRO MISTRETTA, FILIPPO NATOLI. «Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile». *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Papers di Banca d'Italia, fasc. 608 (marzo 2021): 1–72. <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2021.608>.

BERTELLI, FRANCESCA. «I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza». *Contratto e impresa*, fasc. 1 (2021): 286–316.

BEVIVINO, VITO. «Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea». *Banca Impresa Società*, fasc. 3 (2022): 593–635. <https://doi.org/10.1435/105857>.

———. «L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. 4 (2022): 484–516.

BIANCHINI, MARGHERITA, MARCELLO BIANCHI. «Le principali novità della direttiva e il ruolo dell'EFRAG», Presentato al Forum Assonime Report di Sostenibilità, Roma, 10 marzo 2023, https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

BINGHAM, DEREK R., EVAN TYLENDIA, HUGO SCOTT-GALL, CRISTOPHER VILBURN, GABRIEL WILSON-OTTO. «A Revolution Rising - From Low Chatter to Loud Roar [Redacted]». GS Sustain ESG. Goldman Sachs, 23 aprile 2018. <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/new-energy-landscape-folder/esg-revolution-rising/report.pdf>.

BLENKINSOP, PHILIP. «EU stalls supply chain law after German, Italian objections». Reuters, 9 febbraio 2024. <https://www.reuters.com/markets/europe/eu-postpones-decision-proposed-supply-chain-due-diligence-law-2024-02-09/>.

BÖFFEL, LUKAS, JONAS SCHÜRGER. *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union. Thoughts on Current Issues of EU Financial*

Regulation. 1^a ed. EBI Studies in banking and Capital Markets Law. Palgrave Macmillan, 2023. <https://doi.org/10.1007/978-3-031-17077-5>.

BONI, LEONARDO, MARIO CALDERINI. «Interpretazione strategica del quadro normativo UE per lo sviluppo sostenibile nel settore della finanza: il ruolo chiave della misurazione d'impatto». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 113–24.

BOOT, ARNOUD, DIRK SCHOENMAKER. «Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good». Bruegel Blog post, 16 gennaio 2018. <https://www.bruegel.org/blog-post/climate-change-adds-risk-banks-eu-lending-proposals-will-do-more-harm-good>.

BORGIOLI, ALESSANDRO. *L'amministrazione delegata*. Nardini, 1982.

BOTTI, ALESSANDRO, GABRIELE FELICI, MONICA PETA, FABRIZIO SANTORI, VALERIO VALLA. *Sostenibilità e valore ESG*. Professionisti&Imprese. Maggioli, 2023.

BOWEN, HOWARD R. *Social Responsibilities of the Businessman*. University of Iowa Press, 1953.

BRESCIA MORRA, CONCETTA. «Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile.» *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, Supplemento, fasc. 2 (2022).

———. «Le forme della vigilanza». In *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II., 129–84. Cedam, 2019.

BROZZETTI, ANTONELLA. «Il diritto europeo della banca e della finanza tra passato e futuribile». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. 1 (2023): 6–60.

———. «La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese.» *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, fasc. 3 (2022): 411–95.

———. «Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale». In *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, 197–252. I diritti economici 24. Wolters Kluwer; CEDAM, 2022.

BRUNO, SABRINA. «Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori». *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2018): 974–1020.

BUSCH, DANNY. «EU Sustainable Finance Disclosure Regulation». *Capital Markets Law Journal* 18, fasc. 3 (luglio 2023): 303–28. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmad005>.

———. «Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector». *SSRN Electronic Journal*, 2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3650407>.

BUSCO, CRISTIANO. «Governare, gestire e comunicare la Sostenibilità d’impresa e le metriche ESG». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2023): 25–52.

BUSINESS & HUMAN RIGHTS RESOURCE CENTRE. «French Duty of Vigilance Law», 14 dicembre 2016. <https://www.business-humanrights.org/en/latest-news/french-duty-of-vigilance-law-english-translation/>.

BUSINESS ROUNDTABLE. «Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’». Press Release, 19 agosto 2019. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>.

CALDERAZZI, ROSA. «La sostenibilità nell’impresa bancaria». *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. Supplemento al n.4 (2022): 168–92.

CALVOSA, LUCIA. «La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione». *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2022): 309–21.

———. «La sfida della sostenibilità: grandi imprese, Pmi e corporate governance». *Bancaria*, fasc. 7–8 (2023): 62–69.

CAMERA DEI DEPUTATI - SERVIZIO STUDI - DIPARTIMENTO AFFARI COMUNITARI, A C. DI. «L’agenda globale per lo sviluppo sostenibile.» *Documentazione e ricerche*, fasc. 89 (aprile 2022).

CANNATA, FRANCESCO, GIACOMO MANZELLI. «Le sfide della regolamentazione bancaria nell’attuale contesto di mercato». *Bancaria*, fasc. 6 (2023): 2–8.

CAPELLI, ILARIA. «La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli *stakeholder* dopo la SHRD II». *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 2 (2020): 553–88.

CAPRIGLIONE, FRANCESCO. *Clima energia e finanza. Una difficile convergenza*. Studi di diritto dell’economia. Utet Giuridica, 2023.

———. «La finanza come fenomeno di dimensione internazionale». In *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II., 60–92. CEDAM, 2019.

CARNEY, MARK. «Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability», 29 settembre 2015. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability.pdf>.

CARROLL, ARCHIE B. «Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct». *Business & Society* 38, fasc. 3 (settembre 1999): 268–95.

———. «The Pyramid of Corporate Social Responsibility: toward Moral Management of Organizational Stakeholders». *Business Horizons*, fasc. July-August (1991): 39–48.

CARUSO, GIOVANNI MARIA. «Il principio “do no significant harm”: ambiguità, caratteri e implicazioni di un criterio positivizzato di sostenibilità ambientale». *La cittadinanza europea*, fasc. 2 (2022): 135–83.

CECCHETTI, MARCELLO. «La dimensione europea delle politiche ambientali: un acquis solo apparentemente scontato». *federalismi.it* 16 (29 agosto 2012): 1–11.

CHILOIRO, ANDREA. «ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all’impresa: possibili profili giuridici». *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1 (2022): 263–92. <https://doi.org/10.1433/104838>.

CIOCCA, NICOLETTA. «Sostenibilità dell’attività di impresa e doveri degli amministratori.» In *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane.*, I., 77–106. G. Giappichelli Editore, 2020.

CISI, MAURIZIO, ALAIN DEVALLE. *Il Bilancio ESG (Environmental, Social, e Governance)*. II. Eutekne, 2023.

CLIMATE BONDS INITIATIVE (CBI). «Global State of the Market Report 2022», 2023. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf.

COLAERT, VEERLE. «The Changing Nature of Financial Regulation Sustainable Finance as a New Policy Goal», 1 aprile 2022, 30.

COLOMBO, GIOVANNI E. «Il bilancio d’esercizio». In *Trattato di diritto privato - Diretto da Pietro Rescigno*, XVI:537–656. Utet Giuridica, 2013.

COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE. «Codice di Autodisciplina», luglio 2018. <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2018clean.pdf>.

- . Codice di Corporate Governance (2020). <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>.
- . «Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate», 2022. <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2022.pdf>.
- COMMISSIONE EUROPEA. «Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR II/CRD V) and resolution (BRRD/SRM)». Scheda informativa, 16 aprile 2019. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/MEMO_19_2129.
- . «Consultation strategy for the revision of the Non-Financial Reporting Directive», 11 giugno 2020. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Comunicazione-di-informazioni-di-carattere-non-finanziario-da-parte-delle-grandi-imprese-norme-aggiornate-/public-consultation_it.
- . «Economia giusta e sostenibile: la Commissione stabilisce norme che impongono alle imprese di rispettare i diritti umani e l'ambiente nelle catene del valore mondiali». Comunicato stampa, 23 febbraio 2022. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_22_1145.
- . «Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici». Comunicato stampa, 24 maggio 2018. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_3729.
- . «“Greenwashing”: lo screening dei siti web rivela che la metà delle affermazioni ecologiche è priva di fondamento». Comunicato stampa, 28 gennaio 2021.
- . «Pacchetto destinato al settore bancario 2021: nuove norme dell'UE volte a rafforzare la resilienza delle banche e assicurare una migliore preparazione per il futuro». Comunicato stampa, 27 ottobre 2021. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_5401.
- . «Piano per la ripresa dell'Europa», https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it#finanziare-il-bilancio-a-lungo-termine-e-nextgenerationeu.
- . «Request for input to the European Banking Authority (EBA), the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Securities and Markets Authority (ESMA) related to greenwashing risks and

supervision of sustainable finance policies», 23 maggio 2022.
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/request_to_esas_on_greenwashing_monitoring_and_supervision.pdf.

———. «Study on due diligence requirements through the supply chain». Final Report. Publications office, 2020. <https://data.europa.eu/doi/10.2838/39830>.

———. «The Just Transition Mechanism: making sure no-one is left behind». Comunicato stampa, 14 gennaio 2020.
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/fs_20_39.

CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA. «Banking sector: Provisional agreement reached on the implementation of Basel III reforms». Press Release, 27 giugno 2023.
https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/06/27/banking-sector-provisional-agreement-reached-on-the-implementation-of-basel-iii-reforms/?utm_source=dsms-auto&utm_medium=email&utm_campaign=Banking+sector:+Provisional+agreement+reached+on+the+implementation+of+Basel+III+reforms.

———. «COP 28: il Consiglio definisce la posizione dell'UE per il vertice delle Nazioni Unite sul clima che si svolgerà a Dubai». Comunicato stampa, 16 ottobre 2023. <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/10/16/cop28-council-sets-out-eu-position-for-un-climate-summit-in-dubai/>.

———. «Il Consiglio approva l'importo dei finanziamenti per il clima per il 2021». Comunicato stampa, 28 ottobre 2022.
<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/10/28/council-approves-2021-climate-finance-figure/>.

CONSOB. Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, Delibera n. 20267 (2018).
https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2018-01-26&atto.codiceRedazionale=18A00596&elenco30giorni=true.

———. «Avviso Consob del 25 maggio 2023 in merito all'aggiornamento degli Orientamenti emanati dall'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II», s.d.

https://www.consob.it/documents/1912911/2093952/avviso_20230525.pdf/aa412f7f-bf5d-3d40-be97-c3ff9b929261.

———. «Documento di consultazione», 21 luglio 2017.

https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/documento_di_consultazione_consob_21_luglio_2017.pdf.

———. «Relazione illustrativa al regolamento di attuazione del D.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», 19 gennaio 2018.

———. «Report on non-financial reporting of Italian listed companies», 2021.

<https://www.consob.it/documents/1912911/1920109/rmf2021.pdf/510ff9c1-4709-19be-de38-f91d0e9a6586>.

———. «Richiamo di attenzione n. 1/20», 12 marzo 2020.

https://www.consob.it/documents/1912911/1979253/ra_2020_01.pdf/741cfd37-2536-2612-7e56-4770bed73203.

CONTE, FRANCESCO. «La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi». *federalismi.it*, fasc. 33 (14 dicembre 2022): 1–26.

CORNETTI, ANDREA. «Infrastrutture sociali: opportunità di investimento e di progresso sostenibile.» *Telos*, fasc. 4 (2022): 7–10.

CORVESE, CIRO G. «La proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano», 29. Roma: Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale «Orizzonti del Diritto Commerciale», 2023.

COSSU, MONICA. «Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario». *Banca Impresa Società*, fasc. 3 (dicembre 2022): 433–87. <https://doi.org/10.1435/105421>.

COSTA, D., M. GENTILE, E N. LINCiano. «Interesse verso gli investimenti sostenibili». *Quaderno Consob sulla Finanza Sostenibile*, fasc. 3 (novembre 2022): 49.

CRISOSTOMO, MICHELE. «What We Talk About When We Talk About ESG». Oxford Business Law Blog, 4 maggio 2021. <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/05/what-we-talk-about-when-we-talk-about-esg>.

DACCÒ, ALESSANDRA. «Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione». *Banca, borsa, titoli di credito*, fasc. 3 (2022): 372–93.

DAFERMOS, YANNIS. «Climate change, central banking and financial supervision: beyond the risk exposure approach». *SOAS Department of Economics Working Paper*, fasc. 243 (settembre 2021): 20.

DAFERMOS, YANNIS, MARIA NIKOLAIDI. «Greening capital requirements». *The Inspire Sustainable Central Banking Toolbx*, Policy Briefing Paper, fasc. 08 (ottobre 2022): 15.

———. «How can green differentiated capital requirements affect climate risks? A dynamic macrofinancial analysis». *Journal of Financial Stability* 54 (gennaio 2021): 44. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100871>.

D'ANGERIO, VITALIANO. «Greenwashing. Prodotti finanziari e comunicazioni aziendali: ecco chi rischia.» *Il Sole 24 Ore*, 10 giugno 2023.

DAVANZATI, GUGLIELMO FORGES, GUIDO TRAFICANTE. «La restrizione del credito in uno schema di teoria monetaria della produzione: il caso italiano». *Moneta e Credito* 71, fasc. 283 (2018): 211–33. http://dx-doi.org/10.13133/2037-3651_71.283_3.

DAVOLA, ANTONIO. «Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al *greenwashing*: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio». *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. III (2022): 513–34.

———. «The promise and perils of sustainable disclosure for retail investors. Does the SFRD framework tackle, or rather promote, product greenwashing?». *EUSFiL Research Working Paper Series*, fasc. 3 (2022): 23.

DE MEULEMEESTER, CLAUDIA. «Supply chain legislation on the rise globally». *SustainableViews*, 24 ottobre 2023. <https://www.sustainableviews.com/supply-chain-legislation-on-the-rise-globally/>.

DEL GIUDICE, ANTONIO. *La finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali*, 2022.

DEL PRETE, CHIARA. «First set of draft ESRS - General presentation». Presentato al Forum Assonime Report di Sostenibilità, 10 marzo 2023. https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

DEL PRETE, CHIARA, DANIELA RICCI. «Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità. D.Lgs. n. 254/2016: introduzione alla disciplina e problematiche applicative». *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 4 (2017): 509–18.

DELLAROSA, ELISA. «Cosa c'è dietro la “G” di Esg: una nuova *governance* bancaria per la sostenibilità». *Bancaria*, fasc. 5 (2023): 41–51.

DENOZZA, FRANCESCO. «Lo scopo della società tra *short-termism* e *stakeholder empowerment*». *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1 (2021): 29–60.

DI SARLI, MARIA. «Una proposta di direttiva della Commissione UE in materia di *Corporate Sustainability Reporting*». *Il Nuovo Diritto delle Società*, fasc. 9 (2021): 1561–67.

DI TULLIO, PATRIZIA, DIEGO VALENTINETTI, CHRISTIAN NIELSEN, MICHELE ANTONIO REA. «In Search of Legitimacy: A Semiotic Analysis of Business Model Disclosure Practices». *Meditari Accountancy Research* 28, fasc. 5 (31 agosto 2020): 863–87. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-02-2019-0449>.

DIETSCH, MICHEL, HENRI FRAISSE, MATHIAS LÉ, E SANDRINE LECARPENTIER. «Lower Bank Capital Requirements as a Policy Tool to Support Credit to SMEs: Evidence From a Policy Experiment?». *Banque de France Working Paper*, fasc. 789 (dicembre 2020): 45. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3771271>.

DIKAU, SIMON, ULRICH VOLZ. «Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance». *Ecological Economics* 184 (giugno 2021): 107022. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.107022>.

DINH, TAMI, ANNA HUSMANN, GAIA MELLONI. «Corporate Sustainability Reporting in Europe: A Scoping Review». *Accounting in Europe* 20, fasc. 1 (2023): 1–29. <https://doi.org/10.1080/17449480.2022.2149345>.

DIRITTOBANCARIO.IT. «Divieto di Greenwashing: il Parlamento UE approva la Direttiva». Flash News, 30 gennaio 2024.

———. «Environmental claims: la proposta di Direttiva sulle dichiarazioni ambientali», 27 marzo 2023. <https://www.dirittobancario.it/art/environmental-claims-la-proposta-di-direttiva-sulle-dichiarazioni-ambientali/>.

———. «Greenwashing: i rapporti delle Autorità di vigilanza europee», 5 giugno 2023. <https://www.dirittobancario.it/art/greenwashing-i-rapporti-delle-autorita-di-vigilanza-europee/>.

———. «Linee guida ESMA sulle informazioni sulla sostenibilità», 20 dicembre 2023. <https://www.dirittobancario.it/art/linee-guida-esma-sulle-informazioni-sulla-sostenibilita/>.

———. «Regolamento UE sulle attività di rating ESG: raggiunto l'accordo provvisorio», 6 febbraio 2024. <https://www.dirittobancario.it/art/regolamento-ue-sulle-attivita-di-rating-esg-raggiunto-laccordo-provvisorio/>.

DOMBROVSKIS, VALDIS. «Greening finance for sustainable business», 12 dicembre 2017. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_17_5235.

DONATO, LUIGI. «La lunga marcia dei fattori Esg. Tra regolamentazione e mercato.» *Bancaria*, fasc. 3 (2022): 35–46.

D'ORAZIO, PAOLA, LILIT POPOYAN. «Fostering green investments and tackling climate-related financial risks: Which role for macroprudential policies?» *Ecological Economics* 160 (giugno 2019): 25–37. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2019.01.029>.

ECCJ TEAM. «The CSDDD is at a make-or-break moment: from fake news to businesses support». European Coalition for Corporate Justice, 7 febbraio 2024. <https://corporatejustice.org/news/the-csddd-is-at-a-make-or-break-moment-from-fake-news-to-businesses-support/>.

EDMANS, ALEX. «The End of ESG». *Financial Management*, forthcoming, 4 gennaio 2023, 31.

EFRAG. «About the draft ESRS - submitted to European Commission on 22 November 2022». First Set of draft ESRS (including the delegated act (by standard)), <https://www.efrag.org/lab6>.

———. «Draft European Sustainability Reporting Standards - Cover letter», novembre 2022.

———. «Draft European Sustainability Reporting Standards - ESRS 1 General Requirements», novembre 2022.

———. «EFRAG Sector Specific ESRS». EFRAG, <https://www.efrag.org/lab5>.

———. «EFRAG's technical advice to the European Commission regarding the first set of draft European Sustainability Reporting Standards (ESRS)», 22 novembre 2022.

———. «First Set of draft ESRS & Basis for conclusions». First Set of draft ESRS, <https://efrag.org/lab6?AspxAutoDetectCookieSupport=1#subtitle4>.

ELKINGTON, JOHN. «25 Years Ago I Coined the Phrase “Triple Bottom Line.” Here’s Why It’s Time to Rethink It.» Harvard Business Review, 25 giugno 2018. <https://hbr.org/2018/06/25-years-ago-i-coined-the-phrase-triple-bottom-line-heres-why-im-giving-up-on-it>.

ERNST & YOUNG. «Study on directors’ duties and sustainable corporate governance». Final Report. Publications office: Commissione europea, 2020. <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>.

ESMA. «Consultation Paper - Draft Guidelines on Enforcement of Sustainability Information», 15 dicembre 2023. <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-guidelines-enforcement-sustainability-information>.

———. «Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID II», 6 novembre 2018. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_it.pdf.

———. «Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II», 3 aprile 2023. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf.

———. «Progress Report on Greenwashing», 31 maggio 2023. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RFI_on_greenwashing_risks.pdf.

ESMA, EBA, EIOPA. «Final Report on draft Regulatory Technical Standards», 22 ottobre 2021. https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2021-10/jc_2021-50-final-report-on-taxonomy-related-product-disclosure-rts.pdf.

———. «Final Report on draft Regulatory Technical Standards», 4 dicembre 2023. <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-12/JC-2023-55-Final-Report-SFDR-Delegated-Regulation-amending-RTS.pdf>.

ETICANEWS. «Natixis presenta strumento per calcolare il peso green dei propri crediti», 25 settembre 2019. <https://www.eticanews.it/natixis-presenta-strumento-per-calcolare-il-peso-green-dei-propri-crediti/>.

———. «Perché le bocciature di Csddd, Csrđ e (anche) Sfdř», 12 febbraio 2024. <https://www.eticanews.it/perche-le-bocciature-di-csddd-csrđ-e-anche-sfdř/>.

EU HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE. «Financing A Sustainable European Economy». Final Report, 31 gennaio 2018. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE. «Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance», marzo 2020. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-03/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf.

EBA. «Draft Guidelines on the management of ESG risks». Consultation paper, 18 gennaio 2024. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-01/c94fd865-6990-4ba8-b74e-6d8ef73d8ea5/Consultation%20papaer%20on%20draft%20Guidelines%20on%20ESG%20risks%20management.pdf>.

———. «EBA Action Plan on Sustainable Finance», 6 dicembre 2019.

———. «EBA Progress Report on Greenwashing Monitoring and Supervision», 31 maggio 2023. https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greewnwashing.pdf.

———. «EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms». EBA, giugno 2021. https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20managemen t%20and%20supervision.pdf.

———. «EBA Report on SMES and SME Supporting Factor», 23 marzo 2016. <https://extranet.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/602d5c61-b501-4df9-8c89-71e32ab1bf84/EBA-Op-2016->

[04%20%20Report%20on%20SMEs%20and%20SME%20supporting%20factor.pdf?r
etry=1.](#)

———. «Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR», 24 gennaio 2022. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Draft%20Technical%20Standards/2022/1026171/EBA%20draft%20ITS%20on%20Pillar%203%20disclosures%20on%20ESG%20risks.pdf.

———. «Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti», 29 maggio 2020. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf.

———. «Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework», ottobre 2023. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2023/1062711/Report%20on%20the%20role%20of%20environmental%20and%20social%20risks%20in%20the%20prudential%20framework.pdf.

———. «The EBA Roadmap on Sustainable Finance», dicembre 2022. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Reports/2022/ESG%20roadmap/1045378/EBA%20Roadmap%20on%20Sustainable%20Finance.pdf.

———. «The role of environmental risks in the prudential framework». Discussion Paper, 2 maggio 2022. https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20prudential%20framework.pdf.

EUROPEAN BANKING FEDERATION (EBF). «Towards a green finance framework», 28 settembre 2017. <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/towards-a-green-finance-framework/>.

EUROPEAN COMPANY LAW EXPERT (ECLE). «Why Article 15 (combating climate change) should be taken out of the CSDD». The ECGI Blog, 2 agosto 2022.

<https://www.ecgi.global/blog/why-article-15-combating-climate-change-should-be-taken-out-csdd>.

EUROPEAN REPORTING LAB. «Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting». Final Report. EFRAG, febbraio 2021. https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2520PTF-NFRS_MAIN_REPORT.pdf.

FEDERAL MINISTRY OF LABOUR AND SOCIAL AFFAIRS. «Supply Chain Act - Act on Corporate Due Diligence Obligations in Supply Chains». CSR, <https://www.csr-in-deutschland.de/EN/Business-Human-Rights/Supply-Chain-Act/supply-chain-act.html>.

FELICETTI, RAFFAELE. «Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali in materia ambientale e sociale: un cortocircuito logico?», 1–54. Roma, 2021.

———. «L'impegno ambientale e sociale di BlackRock. Riflessioni alla luce delle prime evidenze empiriche del 2020.» In *Tutela dell'ambiente e responsabilità d'impresa*, 15:93–110. LUISS Dipartimento di Giurisprudenza - Collana Studi, II. Bari: Cacucci Editore, 2021.

———. *Successo sostenibile e doveri degli amministratori*. Cacucci Editore, 2023.

FERRARINI, GUIDO. «An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity». *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2020): 27–42.

———. «Corporate Purpose and Sustainability». *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*, fasc. 559 (2020). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3753594>.

FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB). «Report on Promoting Climate-Related Disclosures», 7 luglio 2021. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070721-4.pdf>.

FINK, LARRY. «A Fundamental Reshaping of Finance». Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 16 gennaio 2020. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/16/a-fundamental-reshaping-of-finance/>.

———. «A Sense of Purpose». Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 17 gennaio 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>.

———. «Larry Fink's Annual Chairman's Letter to Investors». Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 17 marzo 2023.

<https://corpgov.law.harvard.edu/2023/03/17/larry-finks-annual-chairmans-letter-to-investors/>.

FIORINA, AMBRA, ALESSANDRA MAGGI, BARTOLOMEO CERRUTI, MARCELLA TOTA, MASSIMILIANO SEMPRINI, MAURO DI BARTOLOMEO. «L'evoluzione dell'informativa climate-related nelle relazioni finanziarie 2021 delle società quotate in Italia». *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 1 (2023): 23–42.

FLOR, ELENA. «Informazioni di sostenibilità e mercato del credito». Presentato al Forum Assonime Report di Sostenibilità, Roma, 10 marzo 2023. https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

FOÀ, DANIEL. «Il ruolo della vigilanza bancaria nel fronteggiare i rischi legati alla pandemia da Covid-19». *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2 (2020): 78–96.

FORD, GREG. «A green supporting factor would weaken banks and do little for the environment». THE BLOG. Financial reform for EU citizen. Finance Watch, 2 febbraio 2018. <https://www.finance-watch.org/blog/a-green-supporting-factor-would-weaken-banks-and-do-little-for-the-environment/#:~:text=The%20idea%20of%20a%20green,equity%20than%20they%20would%20otherwise>.

FORLENZA, VALERIANA. «La conformazione della corporate governance bancaria nel contesto della transizione ecologica». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2022): 193–211.

FORTUNATO, SABINO. «Il procedimento di formazione del bilancio consolidato». *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 2 (1997): 198–226.

———. «L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile». *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 3 (2019): 415–28.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE. «L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi». Milano, 3 settembre 2014. https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf.

———. «L'Unione Europea e la finanza sostenibile: impatti e prospettive per il mercato italiano». Milano, 2019. <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf>.

FREEMAN, R. EDWARD. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, 2010.

FREY, MARCO. «La sfida della sostenibilità nella prospettiva delle imprese.» *Telos*, fasc. 4 (2022): 30–36.

FRIEDMAN, MILTON. «The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits». *The New York Times*, 13 settembre 1970. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.

FROSINI, VITTORIO. *Informatica, diritto e società*. Milano: Giuffrè, 1992.

GABOR, DANIELA, YANNIS DAFERMOS, MARIA NIKOLAIDI, PETER RICE, FRANK VAN LERVEN, ROBERT KERSLAKE, ANN PETTIFOR, E MICHAEL JACOBS. «Finance and Climate Change: A Progressive Green Finance Strategy for the UK». Londra: The Labour Party, 2019. https://labour.org.uk/wp-content/uploads/2019/11/12851_19-Finance-and-Climate-Change-Report.pdf.

GALEONE, GRAZIANA. *La rendicontazione non finanziaria e la misurazione dei fattori di sostenibilità: profili teorici e prospettive future*. I. Torino: G. Giappichelli, 2023.

GAPPER, JOHN. «Greenwashing is tempting for CEOs who tell stories». *Financial Times*, 3 giugno 2022. <https://www.ft.com/content/40192e1b-378d-4eaa-97f2-39491d276faf>.

GARDINER, RICHARD. «L'UE dovrebbe includere i mercati finanziari nella direttiva sulla “Due diligence” per la sostenibilità». Euractiv, 11 ottobre 2023. <https://euractiv.it/section/energia-e-ambiente/news/lue-dovrebbe-includere-i-mercati-finanziari-nella-direttiva-sulla-due-diligence-per-la-sostenibilita/>.

GEMINIANI, GIANLUCA. «Gli ESG nella revisione dei bilanci di esercizio, in Sostenibilità aziendale. Impatto delle tematiche ESG nella gestione delle imprese e loro rendicontazione». *Il Sole 24 Ore*, novembre 2021.

GENOVESE, ANNA. «La “sustainable corporate governance” delle società quotate. Note introduttive». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 97–112.

———. «L'armonizzazione del reporting di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD». *Contratto e impresa*, fasc. 1 (2023): 88–111.

GENUARDI, GIULIA. «European Sustainability Reporting Standards - ESRS Gli Standard Ambientali (E1, E2, E3, E4 ed E5)». Presentato al Forum Assonime Report

di Sostenibilità, 10 marzo 2023. https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

GIANGUALANO, PATRIZIA, LORENZO SOLIMENE. *Sostenibilità in cerca di imprese*. Milano: Egea, 2019.

GIANNINI, ALBERTO, GIUSEPPE GIBILARO. «L'evoluzione storica della vigilanza in Italia dal XIX secolo alla Banking Union». *Bancaria*, fasc. 7/8 (2016): 38–47.

GILOTTA, SERGIO. «Green Bonds: A Legal and Economic Analysis». In *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, 22. Research Handbooks in Corporate Law and Governance series. Edward Elgar, 2024. <https://ssrn.com/abstract=4427927>.

GIRASA, ROY J. *Shadow Banking. The Rise, Risks, and Rewards of Non-Bank Financial Services*. Palgrave Macmillan, 2016.

GLOBAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (GSSB). «GRI 101: Principi di rendicontazione 2016», 2018. <https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>.

GORTSOS, CHRISTOS V. *The European Banking Regulation Handbook. Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*. Vol. I. Palgrave Macmillan, 2023.

———. «The Taxonomy Regulation: more important than just as an element of the Capital Market Union». EBI Working Paper Series. European Banking Institute (EBI), 2020.

GREWAL, JODY, CLARISSA HAUPTMANN, GEORGE SERAFEIM. «Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness». *Journal of Business Ethics* 171, fasc. 3 (2021): 513–44. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2966144>.

GROUPE BPCE. «Natixis announces withdrawal from shale oil and gas and accelerates its complete exit from the coal industry», 18 maggio 2020. <https://newsroom-en.groupebpce.fr/news/natixis-announces-withdrawal-from-shale-oil-and-gas-and-accelerates-its-complete-exit-from-the-coal-industry-cedf-53927.html>.

———. «TCFD - The Climate Report of Groupe BPCE», 2022. <https://groupebpce.com/en/csr/actor-in-the-environmental-transition>.

GRUPPO DI LAVORO ASVIS. «Finanza per lo Sviluppo Sostenibile». Position Paper, 2022.
<https://asvis.it/public/asvis2/files/Pubblicazioni/PositionPaper/2023/PositionPaperASviSFinanzaSviluppoSostenibile.pdf>.

GUGLIELMETTI, ROMINA. «La dichiarazione sulle informazioni non finanziarie: ruoli e responsabilità degli organi aziendali». *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 1 (2018): 55–89.

GUILLOT, JANINE, JEFFREY HALES. «Materiality: The Word that Launched a Thousand Debates». *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 maggio 2021. <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/14/materiality-the-word-that-launched-a-thousand-debates/>.

GUIZZI, GIUSEPPE. «Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie». *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, fasc. 2 (2017): 241 ss.

HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, CHAIRED BY JACQUES DE LAROSIÈRE. «Report». Bruxelles, 25 febbraio 2009. https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_it.pdf.

ICMA. «Green Bond Principles», giugno 2021. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>.

INTERNATIONAL AUDITING AND ASSURANCE STANDARD BOARD (IAASB). «ISAE 3000 (Revised), Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information». Final Pronouncement, dicembre 2013. https://www.ifac.org/_flysystem/azure-private/publications/files/ISAE%203000%20Revised%20-%20for%20IAASB.pdf.

INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (IIRC). «Towards Integrated Reporting - Communicating Value in the 21st Century». Discussion Paper, 2011. https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf.

INTONTI, MARIANTONIETTA, ANNALISA CEO, GIOVANNI FERRI. «Capital adequacy in banks and sustainable finance: the Green Supporting Factor». *AIFIRM Risk Management Magazine* 17, fasc. 1 (aprile 2022): 50–61.

ISO. «ISO 26000:2010 - Guidance on social responsibility», <https://www.iso.org/standard/42546.html>.

JAEGER, PIER GIUSTO. «L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)». *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 6 (2000): 795–812.

KANE, EDWARD J. «Competitive Financial Regulation: An International Perspective». In *Threats to International Financial Stability*, Cambridge University Press., 112–29. Cambridge. United Kingdom: R. Portes - A. K. Swoboda, 1987.

KATZ, DAVID. A., LAURA MCINTOSH. «Sustainability in the Spotlight». Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 gennaio 2020. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/27/sustainability-in-the-spotlight/>.

KEYNES, JOHN MAYNARD. *A tract on monetary reform*. St. Martin's Street, London: MacMillan and co. Limited, 1924.

KHAN, MOZAFFAR, GEORGE SERAFEIM, AARON YOON. «Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality». *The Accounting Review* 91, fasc. 6 (novembre 2016): 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>.

LA POSTA, LAURA. «Direttiva Ue sui fornitori: rinviato il voto sugli obblighi per le imprese». *Il Sole 24 Ore*, 8 febbraio 2024, sez. Economia. <https://www.ilsole24ore.com/art/allarme-supply-chain-le-imprese-italiane-AFYL0TeC>.

LA TORRE, MARIO. «Banche e finanza sostenibile: per un business model Esg-oriented». *Bancaria*, fasc. 5 (2022): 2–25.

LAUDANI, ELENA. «L'impresa societaria tra Corporate Social Responsibility e Shareholder value». *Cammino Diritto*, fasc. 10 (2019): 1–35.

LAVECCHIA, L., J. APPODIA, P. CANTATORE, R. CAPPARIELLO, S. DI VIRGILIO, A. FELETTIGH, A. GIUSTINI, ET AL. «Dati e metodi per la valutazione dei rischi climatici e ambientali in Italia». *Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia*, fasc. 732 (novembre 2022): 43. <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2022.0732>.

LENER, RAFFAELE, PAOLA LUCANTONI. «Sostenibilità ESG e attività bancaria». *Banca, borsa, titoli di credito*, fasc. 1 (2023): 6–21.

LENZI, DILETTA. «Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 159–92.

LETIZIA, ALDO, PASQUALINA PORRETTA. «Evoluzione del framework di Credit Risk Management in banca tra IFRS 9 e Basilea 3». *Bancaria*, fasc. 10 (2018): 40–62.

LIBERTINI, MARIO. «Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”». *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2021): 325–35.

———. «Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d’impresa della Business Roundtable». *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 3 (2019): 627–36.

LIDMAN, ERIK. «The role of corporate governance in sustainability and why the Commission’s CSDDD proposal might do more harm than good». *Oxford Business Law Blog*, 27 aprile 2022. <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/role-corporate-governance-sustainability-and-why-commissions-csddd>.

LINCIANO, N., E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, E M. TAVERNA. «La finanza per lo sviluppo sostenibile». *Finanza sostenibile, CONSOB 1* (giugno 2021): 9–117.

LIPTON, MARTIN. «Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment». *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 dicembre 2019. <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>.

LOIZZO, TOMMASO, FEDERICO SCHIMPERNA. «ESG disclosure: regulatory framework and challenges for Italian banks». *Questioni di Economia e Finanza, Banca d’Italia, Occasional Papers*, fasc. 744 (dicembre 2022): 1–41. <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2022.0744>.

LOMBARDI, BRUNELLA. «La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili». *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. Supplemento n.2 al n.1 (2022): 80–107.

LUCHENA, GIOVANNI. «Crisi energetica e aiuti di Stato». *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. Supplemento al n.1 (2022): 129–49.

MACCHIAVELLO, EUGENIA. «Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi». *Rivista trimestrale di diritto e dell’economia*, fasc. 1 (2019): 188–233.

MACRÌ, LUCREZIA. «ESG: la misurabilità del fattore “G”». *dirittobancario.it*, 11 aprile 2022.

MARANGIO, PIETRO MASSIMO, GABRIEL ZURLO SCONOSCIUTO. «Non solo inflazione: le Banche Centrali alla prova del cambiamento climatico». *NT+ Diritto*, 22

gennaio 2024, sez. Comunitario e Internazionale.
<https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/AFkFeXQC>.

MARASCO, CLAUDIA. «Il mercato dei *green bond* alla prova della disciplina europea». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2022): 327–41.

MARCHEGIANI, LAURA. «Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione d'impresa e fiducia degli stakeholders». *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, fasc. 1 (2021): 105–36. <https://doi.org/10.4478/101967>.

MARCHETTI, PIERGAETANO. «Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate». *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2020): 268–80.

MARTINEZ, CARLOS. «Effects of Materiality and Assurance of Environmental and Social Disclosures on Analysts' Forecast Accuracy», 2016, 29.

MARTINEZ-MIERA, DAVID, JAVIER SUAREZ. «Banks' Endogenous Systemic Risk Taking». *Working paper CEMFI and CEPR*, settembre 2014, 50.

MASSA, FABIOLA. *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*. I. G. Giappichelli Editore, 2020.

MATIKAINEN, SINI. «Green doesn't mean risk-free: why we should be cautious about a green supporting factor in the EU». Commentary. The London School of Economics and Political Science (LSE), 18 dicembre 2017. <https://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/news/eu-green-supporting-factor-bank-risk/>.

MAUGERI, MARCO. «“Pluralismo” e “monismo” nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable)». *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 3 (2019): 637–46.

MAYER, COLIN. *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*. Oxford University Press, 2018.

———. «What Is Wrong with Corporate Law? The Purpose of Law and the Law of Purpose». *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper 649* (giugno 2022): 1–17. <https://doi.org/10.1146/annurev-lawsocsci-050520-102251>.

MCGARRY, CHRIS, CLARE CONNELLAN, JACQUELYN MACLENNAN, TAYLOR PULLINS, MAIA GEZ, ALEXANDRE HUBLET, WILLIAM DE CATELLE. «The Global ESG Regulatory Framework toughens up». White & Case, 15 luglio 2022. <https://www.whitecase.com/insight-alert/global-esg-regulatory-framework-toughens>.

McGOWAN, JON. «Fate Of EU Corporate Sustainability Due Diligence Law Worsens As Finland Pulls Support». *Forbes*, 7 febbraio 2024. <https://www.forbes.com/sites/jonmcgowan/2024/02/07/fate-of-eu-corporate-sustainability-due-diligence-law-worsens-as-finland-pulls-support/amp/>.

MEREDITH, SAM. «UN's Mark Carney says 'enormous' stranded assets show the need for a rapid energy transition». CNBC, 21 ottobre 2021. <https://www.cnbc.com/2021/10/21/climate-stranded-assets-show-the-need-for-rapid-energy-transition-carney-says.html>.

MIGNOLI, ARIBERTO. «L'interesse sociale». *Rivista delle Società*, 1958, 725–63.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO). «Elenco principi di revisione internazionali (ISA Italia)», s.d. <https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/opencms/normativa/principiRevisione/elencoPrincipiInternazionali/>.

———. «Introduzione ai Principi di Revisione Internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n. 39», 2014. <https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/opencms/normativa/principiRevisione/elencoPrincipiInternazionali/>.

MIO, CHIARA. *L'azienda sostenibile*. Editori Laterza, 2021.

MOLLO, GIOVANNI. *Il sistema di gestione informata nella S.p.a. e la responsabilità degli amministratori deleganti*. Giappichelli, 2013.

MONTALENTI, PAOLO. «Il nuovo Codice di Corporate Governance». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2021): 39–50.

———. «La nuova società quotata: quali prospettive?» In *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 13–35. Quaderni di giurisprudenza commerciale 444. Giuffrè, 2022.

———. «L'interesse sociale: una sintesi». *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2018): 303–19.

———. «Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 9–26.

MORRIS, STEPHEN. «HSBC faces greenwashing accusations from UK advertising watchdog». *Financial Times*, 29 aprile 2022. <https://www.ft.com/content/6c08ae5f-214f-4a5f-801e-6c849a3e517d>.

MOSCO, GIAN DOMENICO, RAFFAELE FELICETTI. «Fin troppa diligenza sulla sostenibilità delle società». *lavoce.info*, 19 luglio 2022. <https://lavoce.info/archives/96293/fin-troppa-diligenza-sulla-sostenibilita-delle-societa/>.

———. «Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna». *LUISS Law Review*, fasc. 1 (2022): 62–84.

———. «Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence». *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1 (2022): 185–211. <https://doi.org/10.1433/104835>.

MÜLBERT, PETER O. «Regulierungstsunami im europäischen Kapitalmarktrecht». *ZHR*, fasc. 176 (2012): 369–79.

NATOLI, ROBERTO. «Impresa e responsabilità nel prisma del *Green New Deal* europeo». In *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, 287–300. I diritti economici 24. Wolters Kluwer; CEDAM, 2022.

NERI, SIMONE. «Tutela dell'ambiente e libertà di iniziativa economica: un nuovo paradigma relazionale nell'era geologica dell'antropocene». In *Tutela dell'ambiente e responsabilità d'impresa*, 15:17–30. LUISS Dipartimento di giurisprudenza. Collana Studi, II. Bari: Cacucci Editore, 2021.

NGUYEN, HONG MY, CÉDRIC MERLE. «EU Climate Benchmarks- Reality and consistency check». Natixis Green & Sustainable Hub, novembre 2019. https://gsh.cib.natixis.com/api-website-feature/files/download/8915/natixis_green_and_sustainable_hub_special_report_-_eu_climate_benchmarks.pdf.

NIJS, LUC. *The Handbook of Global Shadow Banking*. Vol. From policy to Regulation. I voll. Palgrave Macmillan, 2020.

———. *The Handbook of Global Shadow Banking*. Vol. The Future of Economic and Regulatory Dynamics. II voll. Palgrave Macmillan, 2020.

O'CONNOR, CASEY, SARAH LABOWITZ. «Putting the “S” in ESG: Measuring Human Rights Performance for Investors». NYU Stern Center for Business and Human Rights, marzo 2017. <https://static1.squarespace.com/static/547df270e4b0ba184dfc490e/t/58cad912e58c6274180b58b6/1489688854754/Metrics-Report-final-1.pdf>.

OEHMKE, MARTIN, MARCUS OPP. «Green Capital Requirements». *Swedish House of Finance*, Research Paper, fasc. 22–16 (25 febbraio 2023). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4040098>.

PAAPE, LEEN, JOHAN SCHEFFE, PIM SNOEP. «The Relationship Between the Internal Audit Function and Corporate Governance in the EU – a Survey». *International Journal of Auditing* 7, fasc. 3 (2003): 247–62. <https://doi.org/10.1046/j.1099-1123.2003.00073.x>.

PANCALLO, ANNA MARIA. «Fattori ESG e governance bancaria». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2022): 212–21.

———. «Le regole di condotta degli intermediari». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 1 (2020): 62–84.

PAPI, LUIGI. «Crisi del sistema “volontaristico” e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d’impresa». *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni* II, fasc. 1 (2019): 109–63.

PARLAMENTO EUROPEO. «InvestEU: il programma dell’UE per favorire gli investimenti». Affari UE, 10 marzo 2021. <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/eu-affairs/20210225STO98708/investeu-il-programma-dell-ue-per-favorire-gli-investimenti>.

PASSADOR, MARIA LUCIA. «Sull’utilità della ESG disclosure e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità». *Banca Impresa Società*, fasc. 1 (2023): 135–81. <https://doi.org/10.1435/106482>.

PASSALACQUA, MICHELA. «Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale», 3–30. *I diritti economici* 24. Wolters Kluwer; CEDAM, 2022.

PATUELLI, ANTONIO. «Governo societario, ambiente e responsabilità delle banche». *Bancaria*, fasc. 5 (2023): 94–96.

PAVONI, SILVIA. «Why banks need to pay attention to sustainability due diligence rulemaking». *The Banker*, 9 febbraio 2024. <https://www.thebanker.com/Why-banks-need-to-pay-attention-to-sustainability-due-diligence-rulemaking-1707494699>.

PEROTTI, ENRICO, LEV RATNOVSKI, RAZVAN VLAHU. «Capital Regulation and Tail Risk». *International Journal of Central Banking* 7, fasc. 4 (2011): 123–63.

PERRINI, FRANCESCO. «La dichiarazione non finanziaria: obbligo o opportunità per la nuova rotta della sostenibilità?» *Telos*, fasc. 2 (2019): 76–83.

PERRONE, ANDREA, ANDREA CARDANI. «Investment Services and the Risks of Sustainable Finance». In *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, 21. Roma, 2023.

PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE. «Final Report on Social Taxonomy», 28 febbraio 2022. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf.

———. «The Extended Environmental Taxonomy: Final Report on Taxonomy extension options supporting a sustainable transition», marzo 2022. https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-03/220329-sustainable-finance-platform-finance-report-environmental-transition-taxonomy_en.pdf.

PORRETTA, PASQUALINA, ELISA BOTTONI, ETTORE MARIA FELICI, MAURO MARSELLA, GIUSEPPE RUTIGLIANI. «Il pricing del credito: rischio, sostenibilità e Linee Guida dell'Eba. Il modello Ics e le sfide per le banche». *Bancaria*, fasc. 12 (2023): 62–76.

PORTALE, GIUSEPPE B. «La *corporate governance* delle società bancarie». *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2016): 48–63.

PORTER, MICHAEL E., E MARK. R. KRAMER. «The Big Idea. Creating Shared Value. How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth». *Harvard Business Review*, fasc. January-February (2011): 1–17.

PRIMEC, ANDREJA, E JERNEJ BELAK. «Sustainable CSR: Legal and Managerial Demands of the New EU Legislation (CSRD) for the Future Corporate Governance Practices». *Sustainability* 14, fasc. 24 (12 dicembre 2022): 16648. <https://doi.org/10.3390/su142416648>.

PwC. «Banking Package della Commissione Europea», aprile 2020. https://www.pwc.com/it/it/assets/covid-19/PwC_Banking_Package.pdf.

———. «Empowered Chief Sustainability Officers». <https://www.strategyand.pwc.com/de/en/functions/sustainability-strategy/cso-2022.html>.

PwC LUXEMBOURG. «ESG Transformation of the Fixed Income Market». Sustainable Finance Series, 2022. <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/docs/esg-transformation-fixed-income-market.pdf>.

QUADRI, SUSANNA. «Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. 4 (2022): 406–45.

QUARANTA, FRANCESCO, PAOLO SOCCORSO. «Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Recenti tendenze.» *Bancaria*, fasc. 11 (2023): 71–75.

RABITTI, MADDALENA. «Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II». *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. Supplemento al n. 1 (2020): 145–77.

RAGANELLI, BIANCAMARIA. *Frontiere di diritto pubblico dell'economia. Concorrenza, regolamentazione, vigilanza e tutela*. CEDAM, 2019.

RAGHUNANDAN, ANEESH, SHIVA RAJGOPAL. «Is There Real Virtue Behind the Business Roundtable's Signaling?» *The Wall Street Journal*, 2 dicembre 2019. <https://www.wsj.com/articles/is-there-real-virtue-behind-the-business-roundtables-signaling-11575330172>.

RATHENAU, WALTHER. «La realtà della società per azioni. Riflessioni suggerite da un'esperienza degli affari». *Rivista delle Società*, 1960, 912–47.

REEDTZ MARULLO, PAOLO. «La tassonomia europea e il finanziamento della transizione ambientale». *Bancaria*, fasc. 5 (2022): 20–32.

RESCIGNO, MATTEO. «Note sulle “regole” dell'impresa “sostenibile”. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità». *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1 (2022): 165–84. <https://doi.org/10.1433/104834>.

RICCIARDIELLO, EDGARDO. «I più recenti sviluppi della disciplina comunitaria: i tre pilastri dell'Unione bancaria». In *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, II. il Mulino, 2023.

RIGANTI, FEDERICO. «L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. 2 (2022): 185–201.

RIMINI, EMANUELE. «I valori della solidarietà sociale nelle dichiarazioni non finanziarie». *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1 (2018): 187–200. <https://doi.org/10.1433/90948>.

RISPOLI FARINA, MARILENA. «La sostenibilità nei servizi di investimento». In *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, 24. Roma, 2023.

ROBERTO, ENRICO, ALESSANDRO CAPRARO. «Le novità del Regolamento Green Bond». *dirittobancario.it*, 12 gennaio 2024.

ROLLI, RITA. «Dalla *Corporate Social Responsibility* alla *Sustainability*, alla *Environmental, Social and Governance (ESG)*». *Corporate Governance*, fasc. 1 (2022): 41–96.

———. *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*. il Mulino, 2020.

ROSSI, FULVIO. «ESRS G1 Condotta aziendale (Business conduct)». Presentato al Forum Assonime Report di Sostenibilità, 10 marzo 2023. https://www.assonime.it/Eventi/Pagine/Forum-Report-di-Sostenibilit%C3%A0_10-marzo-2023.aspx.

ROSSI, SERENELLA. «I codici etici di impresa». In *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 73–91. Quaderni di giurisprudenza commerciale 444. Giuffrè, 2022.

———. «Il diritto della Corporate Social Responsibility». *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 1 (2021): 99–134.

ROTA, ROSA. «Profili di Diritto Comunitario dell'Ambiente». In *Trattato di Diritto dell'Ambiente*, Principi Generali:150–230. CEDAM, 2012.

SABATINI, GIOVANNI. «Verso una finanza sostenibile per un'economia sostenibile». *Bancaria*, fasc. 6 (2022): 2–4.

SALERNO, FRANCESCO. «L'“attestazione” delle comunicazioni degli impatti socio-ambientali dopo la Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità». In *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, 30. Roma, 2023.

SANNA, ALESSANDRO. «La finanza sostenibile». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento n.2 al n.1 (2022): 215–40.

SASB STANDARDS. «The evolution of SASB Standards». <https://sasb.org/about/>.

SCHNEIDER, GIULIA. «Per un approccio alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta». *Rivista trimestrale di diritto e dell'economia*, fasc. Supplemento al n. 4 (2020): 222–76.

———. «Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile». *Rivista di Diritto Bancario*, fasc. Aprile/Giugno (2023): 327–80.

SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP (SMSG). «SMSG additional report on greenwashing». SMSG Advice, 16 marzo 2023.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551_SMSG_additional_report_on_greenwashing.pdf.

SEMERARO, MADDALENA. «Fattori di sostenibilità ambientale e politiche creditizie: rischio climatico e accesso al credito». In *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale - Studi dedicati a Mauro Giusti*, 253–69. I diritti economici 24. Wolters Kluwer; CEDAM, 2022.

SFAMENI, PAOLO. «Art. 2403 c.c.» In *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Vol. Tomo I. Giuffrè, 2016.

SIANI, GIUSEPPE. «I fattori ESG nel sistema finanziario: il ruolo della vigilanza», 9. Roma, 2022.

SIGNORINI, LUIGI FEDERICO. «Le banche e gli anni di Basilea III», 16. Scuderie di Palazzo Altieri, Roma, 2021.

SILVESTRI, MICHELA. «Sviluppo sostenibile: un problema di definizione». *Gentes - Rivista di Scienze Umane e Sociali*, fasc. Anno II Numero 2 (dicembre 2015): 215–19.

SIMON, FRÉDÉRIC. «EU lawmakers back hefty fines for companies making false green claims». Euractiv, 15 febbraio 2024. <https://www.euractiv.com/section/energy-environment/news/eu-lawmakers-back-hefty-fines-for-companies-making-false-green-claims/>.

———. «In dubbio il sostegno tedesco alla direttiva UE sulla “due diligence” aziendale». EURACTIV.com with Reuters, 26 gennaio 2024. <https://euractiv.it/section/economia-e-sociale/news/in-dubbio-il-sostegno-tedesco-alla-direttiva-ue-sulla-due-diligence-aziendale/>.

SIMONETTI, LUCIA. «Finanza sostenibile e banche centrali. Nuovi attori per una geografia finanziaria in evoluzione.» *Bollettino della Società Geografica Italiana*, 29 settembre 2022, 3–14. <https://doi.org/10.36253/bsgi-1622>.

SJÄFJELL, BEATE, JUKKA MÄHÖNEN. «Corporate purpose and the misleading shareholder vs stakeholder dichotomy». *Nordic & European Company Law Working Paper*, fasc. 08 (21 febbraio 2022): 38. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4039565>.

SOLIMENE, LORENZO. «La direttiva CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) e i nuovi standard EFRAG». *Rivista dei Dottori Commercialisti*, fasc. 4 (2022): 595–603.

STABILE, EMANUELE. «Gli *standard* di rendicontazione tra Dichiarazione Non Finanziaria e “informazioni sulla sostenibilità”». In *Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*, 25. Roma, 2023.

STELLA RICHTER JR, MARIO. «*Corporate Sustainability Due Diligence*: noterelle semiserie su problemi serissimi». *Rivista delle Società*, fasc. 4 (2022): 714–25.

———. «*Long-Termism*». *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2021): 16–52.

———. «Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate». *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 3 (2021): 416–30.

———. «Società *benefit* e società *non benefit*». *Orizzonti del Diritto Commerciale*, fasc. 2 (2017): 1–11.

STELLA RICHTER, MARIO. «A proposito di *bank government*, *corporate governance* e *Single Supervisory Mechanism governance*». In *Dibattiti*, 772–87. Roma, 2016.

STRAMPELLI, GIOVANNI. «Commento all’art. 2428 (Relazione sulla gestione)». In *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, 2347–57. Giuffrè, 2016.

———. «Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell’ultima lettera annuale di BlackRock». *Rivista delle Società*, fasc. 1 (2020): 51–71.

———. «L’informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità». In *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 209–30. Quaderni di giurisprudenza commerciale 444. Giuffrè, 2022.

———. «L’informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto». *Analisi Giuridica dell’Economia*, fasc. 1 (2022): 145–64. <https://doi.org/10.1433/104833>.

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD (SASB). «Proposed Changes to Conceptual Framework and Rules of Procedure», 2020. https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2021/07/PCP-package_vF.pdf.

SUSTAINABONDS. «Green supporting factor could weaken banks, says Moody’s», 19 dicembre 2017. <https://sustainabonds.com/green-supporting-factor-could-weaken-banks-says-moodys/>.

TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD). «Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures». Final

Report, giugno 2017. <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>.

TETTAMANZI, PATRIZIA, VALENTINA MINUTIELLO, a c. di. *ESG: Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting*. Wolters Kluwer, 2022.

———. *Il bilancio di sostenibilità come strumento di rendicontazione aziendale: evoluzione storica, criticità, analisi di casi pratici*. Guerini Next. (UCL), 2021.

THE ASSOCIATION OF CHARTERED CERTIFIED ACCOUNTANTS (ACCA). «Mapping the sustainability reporting landscape. Lost in the right direction», maggio 2016. <https://www.accaglobal.com/gb/en/technical-activities/technical-resources-search/2016/may/mapping-sustainability-reporting-landscape.html>.

THE ECONOMIST. «The tyranny of the long term». 20 novembre 2014. <https://www.economist.com/business/2014/11/20/the-tyranny-of-the-long-term>.

THE EUROPEAN HOUSE - AMBROSETTI. «Le Banche del Futuro.», 3 aprile 2020.

THOMÄ, JAKOB, KYRA GIBHARDT. «Quantifying the Potential Impact of a Green Supporting Factor or Brown Penalty on European Banks and Lending». *Journal of Financial Regulation and Compliance* 27, fasc. 3 (8 luglio 2019): 380–94. <https://doi.org/10.1108/JFRC-03-2018-0038>.

THOMÄ, JAKOB, ANUSCHKA HILKE. «The Green Supporting Factor. Quantifying the impact on European banks and green finance». *2° Investing Initiative, Working Paper*, fasc. 1 (aprile 2018): 20.

TOMBARI, UMBERTO. «Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo della società”». In *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 209–30. Quaderni di giurisprudenza commerciale 444. Giuffrè, 2022.

———. «La Proposta di Direttiva sulla Corporate Due Diligence e sulla Corporate Accountability: prove (incerte) di un “capitalismo sostenibile”». *Rivista delle Società*, fasc. 2–3 (2021): 375–79.

———. «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria. Milano:Giuffrè Francis Lefebvre, 2019.

TONELLO, MATTEO. «Corporate Investment in ESG Practices». *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 5 agosto 2015.

TORRINI, SEBASTIANO. «Tutte le proposte Ue per coniugare finanza ed economia più verde». *Energia Oltre*, 9 marzo 2018. <https://energiaoltre.it/le-proposte-ue-coniugare-finanza-ed-economia-piu-verde/>.

TROISI, ANTONIETTA. «La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità». *Analisi Giuridica dell'Economia*, fasc. 1 (2022): 353–67. <https://doi.org/10.1433/104843>.

TSAGAS, GEORGINA, CHARLOTTE VILLIERS. «Why “Less Is More” in Non-Financial Reporting Initiatives: Concrete Steps Towards Supporting Sustainability». *Accounting, Economics, and Law: A Convivium* 10, fasc. 2 (27 maggio 2020): 41. <https://doi.org/10.1515/acl-2018-0045>.

UNITED NATIONS. «Paris Agreement», UNST/LEG(092)/P23, 2015. https://treaties.un.org/doc/Treaties/2016/02/20160215%2006-03%20PM/Ch_XXVII-7-d.pdf.

———. «Report of the United Nations Conference on the Human Environment». Stoccolma, 1972. <https://documents-dds-ny.un.org/doc/UNDOC/GEN/NL7/300/05/PDF/NL730005.pdf?OpenElement>.

———. «Report of the World Commission on Environment and Development: “Our Common Future” [Brundtland Report]». New York, 1987. <https://digitallibrary.un.org/record/139811>.

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT. «Questionnaire Guidebook - Communication on Progress», febbraio 2023. https://storage.pardot.com/591891/1677164626UVOSM5Bv/UNGC_CoP_GuideBook_Feb2023.pdf.

VAN BAEL & BELLIS. «EU political agreement on Corporate Sustainability Due Diligence Directive». Lexology, 18 dicembre 2023. <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=19499838-e1cb-4386-986f-aed64e0ec9c7>.

VARANI, DONATO, DANIEL LUNETTA, DALILA DI MARTINO. «ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento». *Approfondimenti*. *dirittobancario.it*, 30 giugno 2022. https://www.dirittobancario.it/art/esg-impatti-sulla-prestazione-dei-servizi-di-investimento/#_ftn8.

VASQUES, ELEONORA. «Csddd stoppata anche dall'Italia». *ETicaNews*, 12 febbraio 2024. <https://www.eticanews.it/csddd-stoppata-anche-dallitalia/>.

VELLA, FRANCESCO, GIACOMO BOSI. *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*. II. il Mulino, 2023.

VENTORUZZO, MARCO. «Il nuovo Codice di *Corporate governance* 2020: le principali novità». *Le Società*, fasc. 4 (2020): 439–47.

———. «Troppa responsabilità per l'impresa». *lavoce.info*, 2 aprile 2021. <https://lavoce.info/archives/73308/troppa-responsabilita-per-limpresa/>.

VISCO, IGNAZIO. «Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide». *Moneta e Credito* 71, fasc. 282 (2018): 95–118. http://dx.doi.org/10.13133/2037-3651_71.282_1.

WAAS, BERND. «Some thoughts on the new EU-Directive on Corporate Sustainability Reporting». *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 73, fasc. 2–3 (2023): 457–73. <https://doi.org/10.3935/zpfz.73.23.11>.

WALKER, OWEN. «German police raid DWS and Deutsche Bank over greenwashing allegations». *Financial Times*, 31 maggio 2022. <https://www.ft.com/content/ff27167d-5339-47b8-a261-6f25e1534942>.

WORLD BENCHMARKING ALLIANCE (WBA). «Corporate accountability: Closing the gap in pursuit of sustainable development», settembre 2023. https://assets.worldbenchmarkingalliance.org/app/uploads/2023/09/WBA2023_white_paper_corporate_accountability_lr.pdf.

———. «Financial System Benchmark», 2022. <https://www.worldbenchmarkingalliance.org/publication/financial-system/>.

ZANARDO, ALESSANDRA. «Il criterio della diligenza nell'esercizio dell'attività di amministrazione di spa: considerazioni generali e “declinazioni” applicative». In *Le clausole generali nel diritto societario*, 215–65. Cedam, 2011.

ZAZZARA, CRISTIANO. «Banche europee e Esg: l'evoluzione della transizione sostenibile nel settore bancario». *Bancaria*, fasc. 4 (2023): 36–50.

ZITIELLO, LUCA. «Esmà detta la linea sulle preferenze ESG dei clienti». *Wealth*, 20 giugno 2022. <https://www.zitielloassociati.it/wp-content/uploads/2022/06/esma-detta-la-linea-sulle-preferenze-esg-dei-clienti.pdf>.