

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANGELA GALATO, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI
REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Gli attori economici e gli obiettivi di sostenibilità. I riflessi sull'operatività dei mercati *

SOMMARIO: 1. Attori privati e politiche pubbliche di sostenibilità: profili introduttivi – 2. Un primo esempio: le agenzie di *rating*, contemporaneamente *private watchdogs* e figure di spicco del mercato – 3. I settori vigilati nel contesto sociale e ambientale – 4. Ancora sul coinvolgimento di entità private nel perseguimento di obiettivi sostenibili: il caso dei *proxy advisors* – 5. Il regime euro-unionale: innovazioni ed effetti della Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* – 6. Conclusioni.

1. Attori privati e politiche pubbliche di sostenibilità: profili introduttivi

Si può sostenere che la declinazione dei fattori ESG¹ nell'ambito giuseconomico abbia ormai assunto i contorni di una "galassia". L'affermazione, ancorché possa sembrare caratterizzata da vaghezza, mira a dare conto della complessità di un insieme non omogeneo di attività, indici, strumenti e valori, la cui indeterminatezza comporta, quasi necessariamente, incertezze definitorie² e – conseguentemente – sistematiche.

* Il testo amplia alcune delle riflessioni approfondite dall'Autore nel contributo *Note su sostenibilità non finanziaria e "nuovi" gatekeepers*, in AA.VV., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, a cura di F. Riganti, Torino, 2024, in corso di pubblicazione.

¹ L'acronimo "ESG" è stato utilizzato per la prima volta in un documento ufficiale nel rapporto redatto nel 2004 da diciotto istituzioni finanziarie su iniziativa delle Nazioni Unite. La relazione, dal titolo, "*Who Care Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*" conteneva raccomandazioni per meglio integrare le questioni ambientali, sociali e di *governance* nell'analisi, nella gestione degli *asset* e nell'intermediazione mobiliari. Da allora molte altre istituzioni, sia pubbliche sia private, hanno concentrato la loro attenzione sulla combinazione tra interessi sociali e ambientali e imprese. Al punto che le autorità di regolamentazione di tutto il mondo (soprattutto nell'Unione Europea e in alcuni Paesi europei) hanno introdotto regole legate al clima.

² Si vedano E. MACCHIAVELLO, *Remaining main challenges in the area of sustainable finance*, in AA.VV., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, a cura di E. Macchiavello e M. Siri, Torino, 2024, 69 ss.; R.T. TRAHAN e B. JANTZ, *What is ESG? Rethinking the "E" pillar*, in *Business Strategy and the Environment*, 2023, 32, 7, 4382 ss.; *ivi*, *Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies*, 2022,

L'esigenza di ridurre ad unità semplici e comprensibili le "specifiche" inerenti alla sostenibilità non finanziaria è di tutta evidenza se si volge lo sguardo tanto all'efficienza del sistema economico³, quanto alle prerogative ricadenti su alcuni degli attori del mercato che risultano interessati dalle nuove "consapevolezze" legate ai temi *green*, *social* e di *governance*⁴. E il tema si ripropone in termini ancora più complessi avuto riguardo della circostanza che, ai fini del raggiungimento di livelli adeguati di efficacia, le operazioni di mercato dovrebbero avvenire all'interno di una cornice regolatoria chiara e definita.

In ordine a tale aspetto si pongono le riflessioni concernenti, in via prioritaria, le ragioni vertenti sul coinvolgimento – che, seppur con notevoli differenze, si sta affermando a livello globale⁵ – di soggetti

32, 4, 1189 ss.; A. HALLER, M. LINK e T. GROß, *The Term 'Non-financial Information' – A Semantic Analysis of a Key Feature of Current and Future Corporate Reporting*, in *Accounting in Europe*, 2017, 14, 3, 407 ss.

³ S. GADINIS e A. MIAZAD, *Corporate Law and Social Risk*, in *Vanderbilt Law Review*, 2020, 73, 5, 1401 ss. Gli AA., a p. 1415, osservano: «*ESG's scope expands by the day with new concerns vying for corporate attention (...). This definitional ambiguousness has given rise to a common misconception of ESG as a random and ever sprawling assortment of objectives, influenced by fads and trends rather than hard business logic*»; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 4, 22 ss.; G. ALPA, *Proprietà privata, funzione sociale, poteri pubblici di «conformazione»*, in *Riv. dir. pubbl.*, 2022, 599 ss. Per le banche, cfr. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *AGE*, 2022, 319.

⁴ L'espressione è stata impiegata sia nel collegamento tra tasso di rendimento delle azioni e integrazione di politiche riferibili ai fattori ESG, sia nelle indagini sul rapporto tra queste ultime e il rischio di credito. Si vedano rispettivamente in ordine a entrambi gli aspetti ora menzionati: C. KOZIOL e S. KUHN, *ESG Risk Premia and the Impact of ESG Awareness: Differences between the US and the EMU Markets*, in *Journal of Portfolio Management*, 2023, 49, 6, 158 ss.; M. BROGI, V. LAGASIO e P. PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance awareness as a potential credit risk mitigation factor*, in *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2022, 33, 3, 522 ss.

⁵ Anche negli Stati Uniti, Paese solitamente ostile a forme di massiccia regolamentazione afferente ai temi di cui alla presente trattazione, l'influenza dei fattori ESG e della sostenibilità ha portato, il 28 marzo 2024, la *Securities and Exchange Commission* ad adottare *Rules* sulle comunicazioni non finanziarie. La regolamentazione, tuttavia, è stata oggetto di sospensione a tempo indefinito da parte dell'Autorità medesima, in ragione della necessità di attendere l'esito dei plurimi giudizi riguardanti la relativa validità. A livello statale, la California, ancor prima

privati nel raggiungimento di obiettivi di sostenibilità⁶ e, secondariamente, sulle implicazioni, in termini di regolazione pubblica⁷ e di prospettive di mercato⁸, che tale coinvolgimento comporta.

Emerge dunque la necessità di vagliare l’“opzione” di politica economica di gravare soggetti privati, il cui interesse primario dovrebbe essere finalizzato alla remunerazione del capitale⁹, di obblighi sempre più rafforzati in ordine alla sostenibilità ambientale e sociale. Invero, imporre, in alcune circostanze a livello di *hard law*, obiettivi altri

dell’Autorità federali, aveva promulgato leggi concernenti comunicazioni di sostenibilità: si tratta delle SB 253 e SB 261, introdotte nell’ottobre 2023.

⁶ Si pensi che la Circolare 285 del 2013 di Banca d’Italia include, tra gli elementi da tenere in considerazione nella definizione delle strategie aziendali, «gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali». Volgendo lo sguardo al settore assicurativo, il Regolamento IVASS del 6 giugno 2016, n. 24, modificato dal provvedimento n. 131 del 10 maggio 2023, recante disposizioni in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche, richiede ora che «la politica degli investimenti [tenga] conto anche dell’impatto potenziale a lungo termine sui fattori di sostenibilità» (art. 4, comma 4).

⁷ All’interno dell’Unione europea la regolamentazione in tale ambito del diritto si è attestata nel senso di classificare le attività sostenibili (Regolamento Tassonomia), introdurre meccanismi di comunicazione e *reporting* delle attività non finanziarie (Direttiva CSRD), sino a includere – come meglio precisato nel prosieguo di questa trattazione – obblighi di adeguata verifica della sostenibilità delle società e della relativa catena del valore (Direttiva CSDDD). Si veda la successiva nt. 41 sui recenti interventi euro-unionali, nonché il successivo §5.

⁸ La sostenibilità ha infatti pervaso il diritto societario prima che sul punto si fosse formata una regolamentazione di natura precettiva. I due approcci, quello impositivo e quello *soft law*, corrono, nella materia *de qua*, su due filoni distinti che si integrano tra loro. Un esempio di tale risultato è offerto dal Codice di *Corporate Governance*, elaborato da Borsa Italiana nel 2020, ove si definisce il successo sostenibile quale «obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società» (*Definizioni*). Inoltre, gli emittenti aderenti, ai sensi dell’art. 123 *bis*, comma 2, t.u.f., devono riportare nella relazione sulla gestione anche «le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari». Così la fonte giuridica non vincolante risulta in qualche modo integrata dalla disciplina nelle società per azioni quotate.

⁹ È divenuta celebre l’espressione utilizzata nel 1970 da Milton Friedman che, nelle pagine del *New York Times* aveva affermato, a partire dal titolo di un suo saggio: «*the social responsibility of business is to increase its profits*» (“la responsabilità sociale delle imprese è aumentare i profitti”).

rispetto al profitto non pare rappresentare una soluzione idonea al perseguimento di uno sviluppo sostenibile collettivo, in quanto eccessivamente “elastica” e, come si argomenterà nel corso di questa trattazione, soggetta ad interpretazioni in grado financo di invertirne il significato e, dunque, di generare un’eterogenesi delle relative finalità. La questione, poi, deve essere correlata alla definizione dell’oggetto dell’attività economica esercitata in forma societaria che, nell’accezione commerciale, è ispirata istituzionalmente allo scopo di lucro¹⁰.

Infatti, su un piano si colloca l’urgenza che gli operatori economici si conformino a disposizioni concernenti la tutela socio-ambientale e la riduzione dell’emissione di sostanze inquinanti; su tutt’altro piano, invece, si fondano le ragioni afferenti all’introduzione di doveri – ricadenti sui medesimi operatori – di perseguire obiettivi che, se non adeguatamente contornati da cautele, corrono il rischio di incrementare (senza, peraltro, giustificare) i profili della relativa responsabilità¹¹. Cionondimeno, in alcune circostanze, gli obiettivi sostenibili hanno avuto l’effetto di elevare la posizione di alcuni soggetti privati, quali ad

¹⁰ S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all’ESG. L’impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 63. L’A., alla nt. 14, osserva: «il perseguimento in via principale e primaria di interessi di terzi (lo si desume dal tenore e dall’esistenza stessa delle disposizioni sulla società benefit, ad esempio) è ontologicamente estraneo al concetto proprio di “scopo di lucro dei soci” a cui è teleologicamente preordinata la fattispecie “società” disegnata dal codice, a meno di voler accedere ad una lettura riduttiva nel senso che considerare i primi sia strumentale ad un obiettivo di maggiore valorizzazione del secondo. In questa direzione, però, l’inclusione dei fattori ESG nella gestione d’impresa torna ad essere un tema di estensione qualitativa della discrezionalità degli amministratori in una prospettiva *shareholder-oriented*». Parzialmente differente è l’opinione di U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 226 ss. ove l’A. ricollega l’integrazione nella strategia d’impresa dei fattori ESG alla creazione di valore per gli azionisti. Si v. anche A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023.

¹¹ S.A. CERRATO, *op. loc. ult. cit.*, argomenta ulteriormente: «non si deve equivocare la prospettiva dell’adozione di politiche o condotte improntate alla sostenibilità *nell’impresa* (cioè nelle tecniche di produzione o erogazione di beni o servizi, nell’organizzazione del *business*, nell’impatto su ambiente e comunità di riferimento) con il diverso concetto della sostenibilità *dell’impresa*, che esprime invece un dovere positivo (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, TUF) degli amministratori di adeguata considerazione di prospettive di medio lungo termine».

esempio le agenzie di *rating* o i *proxy advisors*, ad attori economici di estrema rilevanza, vista l'importanza dei relativi giudizi anche sul versante regolamentare¹².

Inoltre, questo quadro d'insieme riveste complessità sistematica, avuto riguardo dei formanti euro-unionali: tale fenomeno regolatorio affida ad alcuni soggetti economici sia un ruolo di attiva implementazione di scelte sostenibili, sia una funzione di vaglio e verifica di scelte imprenditoriali assunte da soggetti terzi, sostanziandosi l'attività di tali operatori in un'effettiva funzione di *gatekeeping* e *oversight*.

Punto, quest'ultimo, su cui pare opportuno riflettere alla luce delle singole posizioni di forza e di debolezza di entità che – almeno in linea di principio – dovrebbero proiettare la rispettiva attività alla soddisfazione dei propri clienti o dei propri soci e non al raggiungimento di obiettivi di natura pubblica.

Così, l'approfondimento circa il ruolo di alcuni dei partecipanti al mercato si inserisce in una cornice di interesse strategico e sistematico. E, allo stesso tempo, permette di rilevare alcuni profili problematici in ordine alle criticità collegate alla nuova impostazione sostenibile. In particolare, infatti, parrebbe potersi ipotizzare l'emergere di nuovi possibili conflitti tra interessi collettivi e interessi prettamente privatistici, in virtù della contrapposizione tra finalità differenti. L'analisi degli aspetti ora lambiti, pertanto, mira a evidenziare il ruolo, l'attività e la distanza che intercorre tra i *desiderata* del mercato, le esigenze regolatorie e le aspirazioni privatistiche.

E ciò, in chiusura di queste notazioni preliminari, tanto con riferimento ai soggetti attivamente coinvolti nel raggiungimento di obiettivi sostenibili – gli emittenti –, quanto con riguardo alle entità che svolgono un ruolo intermedio – le agenzie di *rating* e i *proxy advisor*. Entrambe le categorie ora menzionate, infatti, risultano sempre più sollecitate da spinte “esogene”, non soltanto legislative o prudenziali, e nemmeno, peraltro, soltanto *hard law*, dirette a coniugare la

¹² Cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA e V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, Consob, *Working Paper* n. 81, aprile 2015, 8, nt. 3. Per riflessioni in merito all'attività delle agenzie di *rating*, da lungo tempo accostabile ad una forma di legislazione privata, si v. S.L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, 1, 1 ss.

salvaguardia dello sviluppo e della crescita sostenibili con i profili lucrativi delle attività economiche.

2. *Un primo esempio: le agenzie di rating, contemporaneamente private watchdogs e figure di spicco del mercato*

Come noto, il mercato opera secondo logiche di scambio¹³, le quali conservano “vitalità” anche laddove non sia possibile operare in un sistema in cui sia verificabile un equilibrio tra domanda e offerta o una condizione di parità tra le varie categorie di soggetti coinvolti. Nell’ambito della riscontrabile diversità di posizioni incidono, *inter alia*, le cc.dd. *market failures*, caratterizzanti ambiti in cui la distribuzione di beni e servizi in un dato libero mercato non è efficiente, ma anzi risulta connotata da anomalie nell’allocazione delle risorse¹⁴.

In tale contesto, le competenze di alcuni “soggetti terzi” acquistano dunque rilievo centrale. È il caso delle agenzie di *rating*, il cui ruolo è nel tempo divenuto essenziale ai fini di colmare le asimmetrie

¹³ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, XII ed., Torino, 2023; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed. a cura di S. Gilotta, Torino, 2023; AA.VV., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. Ventoruzzo, Torino, 2023; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, III ed., Milano, 2020.

¹⁴ Il termine è ricorrente negli studi relativi all’analisi economica del diritto. Si vedano sul punto le riflessioni di J.E. STIGLITZ, *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*, in AA.VV., *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*, a cura di E.J. Balleisen e D.A. Moss, Cambridge, 2010, 13 ss.; L.N. EDWARDS e F.R. EDWARDS, *Differential State Regulation of Consumer Credit Markets: Normative and Positive Theories of Statutory Interest Rate Ceilings*, *Columbia University Research Working Paper n. 159 A*, 1978, ove una ricostruzione delle cause dei fallimenti di mercato, riscontrabili nelle quattro categorie di (i) monopoli e oligopoli, (ii) esistenza e sfruttamento di “beni pubblici” e (iii) di “beni pubblici con esternalità” e (iv) asimmetrie informative nel mercato. Tra gli Autori italiani si vedano le autorevoli considerazioni di M.S. GIANNINI, *I pubblici poteri nello stato pluriclasse*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1979, 402 ss.; F. DENOZZA, *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di “parte debole”*, in *Rivista ODC*, 2013, 1 ss.; G. CORSO, *Riflessioni su amministrazione e mercato*, in *Dir. amm.*, 2016, 1 ss. Nel contesto sociale e ambientale, v. M. GARGANTINI e M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell’Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, 639 ss.

informative, rientranti nei “fallimenti di mercato”, tra il pubblico e gli emittenti¹⁵.

Gli attori economici, collocandosi in una posizione intermedia tra gli investitori e il mercato, forniscono un giudizio di meritevolezza su uno o più aspetti connessi ai rischi degli investimenti¹⁶. I sistemi di rilevazione, monitoraggio e stima, dunque, sono tanto più efficaci quanto più i parametri di valutazione sono allineati e uniformi¹⁷.

Proprio con riferimento a quest’ultimo aspetto rileva la «divergenza degli ESG *rankings*»¹⁸, dovuta alla pluralità dei criteri utilizzati e al conseguente carattere “mobile” del vaglio, che acquista maggior interesse a voler guardare alla tematica concernente l’adeguatezza delle valutazioni effettuate, anche e soprattutto in punto di sostenibilità, nonché della relativa aggregazione, nella prospettiva di offrire una *opinion* di adeguatezza dell’investimento.

¹⁵ Ultimamente v. M. DELL’ERBA e M. DORONZO, *Sustainability Gatekeepers: ESG Ratings and Data Providers*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2023, 25, 2, 355 ss.

¹⁶ A. TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013; G. PRESTI, Take the «AAA» train: *note introduttive su rating*, in *AGE*, 2012, 251 ss.; AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2012. Soprattutto nell’ambito ESG, i *rating* misurano, per l’appunto i rischi, e non si configurano quali *rating* d’impatto. Cfr. in merito M. GARGANTINI e M. SIRI, *op. cit.*, 637 ss. Nell’Unione europea, tale attività viene svolta a norma del Regolamento (UE) del 16 settembre 2009, n. 1060/2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito.

¹⁷ A. ANGELONE, *ESG Indexation*, in *Rivista Corporate Governance*, 2020, 187, evidenzia le fasi del procedimento di formazione del *rating* ESG: questo avviene secondo un approccio non standardizzato – basato su dati provenienti dagli emittenti e dalle informazioni pubblicamente disponibili – caratterizzato da opacità e risultante in una normalizzazione rispetto ai *peer* del medesimo settore.

¹⁸ La produzione scientifica, specialmente straniera, è ormai amplissima. Senza pretesa di esaustività si vedano: F. BERG, J. F. KÖLBEL e R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, 2022, 26, 6, 1315 ss.; D. AVRAMOV, S. CHENG, A. LIOUI e A. TARELLI, *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2022, 145, 2, 642 ss.; M. BILLIO, M. COSTOLA, I. HRISTOVA, C. LATINO, e L. PELIZZON, *Inside the ESG ratings: (dis)agreement and performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 5, 1426 ss. Per l’Italia v. G. GIUDICI e F. TENCA, *The Divergence of ESG Ratings: An Analysis of Italian Listed Companies*, in *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2021, 9, 2, 1 ss.

Nel contesto delineato – frastagliato, in quanto multilivello¹⁹ e multilaterale²⁰ – le agenzie di *rating* si trovano in una posizione privilegiata, con riguardo sia al ruolo di «*watchdogs*» privati²¹, sia ai giudizi che esprimono.

¹⁹ In quanto basata su fonti primarie e secondarie, interne e unionali, nonché su fonti giuridicamente *soft law*, ma particolarmente incisive. Si pensi, ad esempio, alle *Guidelines* pubblicate dall'ESMA il 5 luglio 2024, relative alle informazioni sulla sostenibilità degli emittenti. Esse rappresentano l'indicazione pratica di come strutturare l'informazione non finanziaria secondo gli standard di rendicontazione della sostenibilità (ESRS) introdotti dalla CSRD. Ecco, dunque, che le fonti primarie e gli orientamenti di vigilanza, integrandosi, creano un *corpus* di disciplina innovativo e sostanzialmente vincolante. Si vedano le riflessioni di F. RIGANTI, *Climate Change e Vigilanza prudenziale. Questione di (semplici) "Aspettative"?*, in *NLCC*, 2022, 1252 ss. in ordine alle *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, emanate dalla Banca d'Italia in data 8 aprile 2022. Si vedano le riflessioni di F. RIGANTI, *Climate Change e Vigilanza prudenziale. Questione di (semplici) "Aspettative"?*, in *NLCC*, 2022, 1252 ss. in ordine alle *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, emanate dalla Banca d'Italia in data 8 aprile 2022. L'A. nota: «quanto al primo tema, le "Aspettative" – come precisato dal provvedimento stesso – "mirano a fornire indicazioni di carattere generale non vincolanti", venendo rimessa al singolo intermediario la loro "declinazione a livello operativo", secondo il noto principio di proporzionalità. A tale approccio "soft", tuttavia, corrisponde un innegabile irrigidimento, confermato dal confronto e dall'interlocuzione di "ordinaria vigilanza" che l'Autorità svolgerà in relazione al grado di rispondenza alle aspettative in questione e sui piani di adeguamento (dunque attesi) degli istituti, al fine di assicurare il progressivo allineamento delle prassi aziendali alle aspettative stesse. A fronte di una tale premessa, dunque, emerge il carattere decisamente più "hard" del provvedimento in commento il quale, pur risultando esulare dai più classici strumenti di vigilanza regolamentare, nel concreto già detta al management dei soggetti vigilati precisi obiettivi ambientali e specifiche modalità di azione, la cui adozione è necessaria al fine di garantire una piena *compliance* ai desiderata della Banca d'Italia». ESMA ha inoltre pubblicato in data 22 maggio 2024 il *position paper* intitolato "*Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU*", ove sono riportate ulteriori raccomandazioni relative, tra gli altri, al rafforzamento del mercato, l'ampliamento delle opportunità di investimento dei cittadini europei

²⁰ Sul punto v. C.A. BOLLINO e F. BOTTI, *Le sfide della frammentazione geo – economica per l'azione climatica multilaterale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 2, 12 ss.

²¹ Il termine viene usualmente utilizzato con riferimento alle autorità di settore, in virtù dei compiti di vigilanza che ricadono sulle medesime. Tuttavia, il ruolo di *gatekeeping*, che con frequenza sempre più incisiva caratterizza l'operatività delle agenzie di *rating*, pare ben compendiarsi con tale espressione. Peraltro, quest'ultima, nella "declinazione" di *corporate watchdogs*, è stata utilizzata con riguardo all'attività degli analisti finanziari. Si v. sul punto M. NAVONE e T. TO, *Corporate watchdogs*, in

Le due “anime” in cui si può sezionare l’attività corrono, tuttavia, il rischio di porsi su posizioni tra loro non allineate. Ciò avuto riguardo della scarsità di regolazione del fenomeno a livello mondiale e di un contesto geopolitico ed economico costantemente incline a modificazioni²² (quando non addirittura a “stravolgimenti”²³).

Sul punto, preme evidenziare che malgrado la locuzione “fattori ESG” risulti efficace dal punto di vista divulgativo, essa non è in grado di individuare elementi universalmente condivisi e identificabili a priori²⁴. A mancare, infatti, è il rapporto tra generalizzazione dei

Financial Management, 49, 2020, 925 ss. Cfr. il Rapporto *Financial Oversight of Enron: the SEC and Private-sector Watchdogs*, del 7 ottobre 2002, ove a p. 76 le agenzie di *rating* del credito sono definite quali “*outside watchdogs*”, in considerazione del ruolo di “giudice” terzo dell’affidabilità creditizia delle entità sottoposte al relativo vaglio. Queste ultime, tuttavia, nel caso Enron – unitamente ad altri soggetti – fallirono in misura macroscopica. Il documento, infatti, chiarisce che le agenzie di *rating*: «*do what their name implies: rate the creditworthiness of entities, such as public companies, and the debt they issue, so that those wishing to extend credit—by buying bonds, for example—can better understand the risk that they may not see a return on that investment. Ratings have taken on great significance in the market, with investors trusting that a good credit rating reflects the results of a careful, unbiased and accurate assessment by the credit rating agencies of the rated company. But as with so many other market players, Enron caused this legendary reliability to be called into question*». Il testo del Rapporto, predisposto in seno al *Committee on Governmental Affairs* del Senato statunitense e pubblicato dall’allora *Chairman*, Joseph I. Lieberman e dall’allora *Ranking Member*, Fred Thompson, è reperibile al seguente link: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CPRT-107SPRT82147/html/CPRT-107SPRT82147.htm>.

²² Circa i cambiamenti climatici e i connessi rischi per il Pianeta, si veda il sesto Rapporto di Valutazione elaborato dall’*Intergovernmental Panel for Climate Change*, anche IPCC, reperibile al seguente link: <https://ipccitalia.cmcc.it>.

²³ Con riferimento alla transizione climatica, si vedano le riflessioni di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, Torino, 2023, 19 ss. che sintetizza gli obiettivi della politica economica dei prossimi decenni nella «necessità di affrontare la “transizione verde”, da intendere in una accezione lata che, in primo luogo, è indicativa dell’intento di ripristinare condizioni di vita rispettose della natura e delle sue leggi [con interventi] volti a contrastare i cambiamenti climatici ed il degrado ambientale che minacciano l’intero pianeta».

²⁴ Si tratta di una moltitudine di indici caratterizzati da vaghezza. Anche se L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The perils and questionable promise of ESG-based compensation*, *ECGI Law Working Paper* n. 671, 2022, riportano come «*despite the potential richness and intricacy of a company’s stakeholders and their interests, ESG metrics used in the real world are inevitably limited and narrow*».

concetti e individuazione specifica delle singole fattispecie, tipica della scienza giuridica ed estremamente funzionale allo svolgimento delle attività economiche²⁵. Peraltro, si assiste a tale circostanza in un momento in cui il diritto si trova a “*rincorrere*” i processi evolutivi e, pertanto, non è in grado di offrire un adeguato perimetro di riferimento all’interprete²⁶.

È così che le agenzie di *rating* ricoprono un ruolo di necessario “*inframezzo*” tra gli investitori e gli emittenti²⁷. L’attività di tali attori del mercato, peraltro, risulta ulteriormente avvalorata dalla circostanza che alla disomogeneità dei criteri, si accompagna, contestualmente e

²⁵ Osserva S. AMOROSINO, *Principi e clausole generali nelle regolazioni delle transizioni economiche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, 1-2, che il diritto (dell’economia, in particolare) si attegga a *medium* e a strumento di connessione delle dinamiche economico-finanziarie, in quanto «in ragione del suo oggetto, ma soprattutto per la sua natura sincretistica, compositiva, di istituti giuridici di diversa origine – civilistica e pubblicistica, commercialistica ed amministrativistica – appare naturalmente “vocato” a tentare di dare forme giuridiche ai processi di transizione dell’organizzazione economica dei mercati, degli Stati e delle istituzioni ed aggregazioni superstatali».

²⁶ Lo sviluppo recente del mercato, infatti, è stato interessato da fenomeni di varia natura: si pensi alla crisi pandemica dovuta alla diffusione del virus da Covid-19, al conflitto tra Russia e Ucraina e alla conseguente necessità di definire un *framework* normativo in grado di sostenere il “*peso*” delle sanzioni economiche imposte alla prima, il supporto finanziario alla seconda e l’adattamento (parziale) delle regole di mercato al contesto di riferimento. Ma ancora, si pensi al conflitto israelo-palestinese, i cui caratteri influenzano anche il mercato dei capitali. A quanto precede, deve essere collegato anche il fatto che secondo il rapporto *European State of the Climate 2023*, elaborato dal *Copernicus Climate Change Service* (C3S) e dal *World Meteorological Organization* (WMO), le temperature medie dell’anno 2023 sono state tra le più calde di sempre. È in questo contesto che si coglie l’esigenza di un compromesso tra la necessità di assicurare la prosecuzione – in ottica di fisiologia – di scambi commerciali e del funzionamento del mercato, da un lato, e l’esigenza di tutelare, tra gli altri, l’ambiente. Compromesso che, alle volte, pare eccessivamente sbilanciato in uno o nell’altro senso, senza che si sia ancora raggiunto un punto di equilibrio accettabile.

²⁷ In ordine ai rating ESG si vedano M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, I, 558 ss.; G. STRAMPELLI, *ESG, “disclosure” di sostenibilità e “stewardship” degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 828 ss.; M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 63 ss.; S. MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Riv. reg. merc.*, 2022, 708 ss.

quasi ontologicamente, una particolare differenziazione in punto di metodologie della misurazione dei rischi ESG²⁸.

Con riferimento alla sostenibilità, queste si caratterizzano per essere fondate su modelli interni di rilevazione²⁹, elaborati sulla base di specifici quesiti selezionati dalle agenzie medesime³⁰. Inoltre, la valutazione è spesso effettuata operando un confronto tra imprese concorrenti, con la conseguenza che anche in settori altamente inquinanti è possibile riscontrare la presenza di realtà “virtuose”³¹.

Gli elementi menzionati appaiono se non altro problematici: l’esecuzione delle transazioni sul mercato, quantomeno in punto di sostenibilità, è effettuata (anche se non totalmente) sulla base del risultato di un’attività privata capace, peraltro, di influenzare il pubblico. La posizione delle agenzie di *rating* assume pertanto rilevanza essenziale all’interno del processo di selezione dei soggetti finanziati³².

Dunque, da un lato le stesse svolgono effettivamente un’attività di valutazione tecnica sugli emittenti attraverso l’utilizzo di parametri determinati³³ e, in tale veste, partecipano concretamente all’opera di *oversight*, intesa quale operazione di (etero)controllo sulla meritevolezza delle imprese e di indirizzo nella determinazione delle

²⁸ Sul punto cfr. D. BARRESI, *Il rating ESG delle società di capitali*, in *RDS*, 713 ss., ove ulteriori ampi riferimenti.

²⁹ M. DELL’ERBA e M. DORONZO, *op. cit.*, 378 ss.

³⁰ *Ibid.*

³¹ F.L. DE SILANES, J.A. MCCAHERY e P.C. PUDSCHEDL, *Institutional Investors and ESG Preferences*, *ECGI Law Working Paper* n. 631, 2022, 11.

³² Ciò, a maggior ragione avuto riguardo del ruolo degli *external reviewers* che istituzionalmente il Regolamento (UE) del 22 novembre 2023, n. 2023/2631/UE la cui efficacia può essere valutata soltanto dal 21 dicembre 2024, data a partire dalla quale gli emittenti possono emettere titoli obbligazionari sulla base della nuova normativa. Tuttavia, deve rilevarsi che il ruolo delle agenzie di *rating* è legato alla valutazione dell’investimento dal punto di vista della redditività del medesimo; la revisione esterna, invece, concentrerebbe l’attività dei soggetti ad essa deputata sulla classificazione “verde” dell’investimento.

³³ Cfr. G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, cit., 105 ss. *Ivi*, anche per rilievi comparatistici, si v. F. PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives*, 75 ss.

strategie di investimento³⁴ tipica del c.d. *gatekeeping*; dall'altro lato, si attestano quali attori fondamentali della relazione tra il pubblico investitore e i soggetti privati partecipati o finanziati³⁵, in grado di colmare parte della disomogeneità regolatoria cui si è fatto cenno.

Tale aspetto si intesta, all'interno dell'Unione europea, su un quadro di disciplina connotato da una maggior attenzione rispetto ad altri sistemi legislativi. Oltre alle norme contenute nel Regolamento (UE) n. 1060/2009, infatti, il legislatore unionale ha da poco introdotto il Regolamento (UE) del 27 novembre 2024, n. 3005/2024, sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance* (ESG), entrato in vigore nel gennaio 2025.

Molte erano state le sollecitazioni delle autorità di vigilanza europea tese a conciliare le distinte valutazioni sulla solvibilità e sulla sostenibilità dei soggetti valutati, considerata la lacuna di disciplina che caratterizzava il settore di riferimento³⁶. Il nuovo regolamento, come

³⁴ Così autorevolmente F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, cit., 178, ove l'A. sostiene che «il *rating* assume, pertanto, una valenza che, a ben considerare, trascende la sua tradizionale funzione: esso (...) è chiamato a svolgere un ruolo propulsivo ai fini di uno sviluppo sostenibile, facilitando la promozione di un maggior numero di opportunità operative».

³⁵ Sulla rilevanza delle agenzie e sui rischi connessi ad un affidamento eccessivo sui *rating* di sostenibilità v. M. GARGANTINI e M. SIRI, *op. cit.*, 637 ss. Gli AA. – a p. 660 – osservano: «le preoccupazioni che circondano l'uso passivo dei tradizionali *rating* di credito sono ancora più pressanti nel caso dei *rating* di sostenibilità. [Infatti,] non solo le misurazioni su cui questi ultimi si basano sono soggette a gravi incertezze, ma l'aggregazione di tali misurazioni in indicatori sintetici si fonda su valutazioni spesso inevitabilmente soggettive».

³⁶ Non è possibile in questa sede analizzare con un grado di dettaglio elevato le posizioni che l'ESMA e l'ABE hanno assunto a partire dal 2021 sul tema del *rating* sostenibile. Su tali aspetti v. ESMA, *Letter to EC on ESG ratings*, 28 gennaio 2021, ESMA30-379-423, reperibile al link: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-letter-ec-esg-ratings>; la Strategia dell'ESMA 2023-2028, di cui al link: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-strategy-2023-2028>; nonché il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* pubblicato dall'ABE il 23 giugno 2021, reperibile al link: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks>. Sul punto v. C. FERRI, *Geometrie del nuovo "green rating power"*, in AA.VV., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, cit., 37 ss.

attentamente notato³⁷, si basa su «tre opzioni fondamentali», relative alla (i) raccolta di informazioni sostenibili e affidabili; (ii) prevenzione o gestione dei conflitti di interessi nella produzione del *rating* di sostenibilità; e (iii) divulgazione delle informazioni. E, d'altro canto per espressa previsione legislativa (art. 1), intende creare un approccio comune, per i fornitori «operanti» nell'Unione, teso a «rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona *governance* e l'indipendenza delle attività di *rating* ESG, contribuendo così alla trasparenza e alla qualità dei *rating* ESG». Elementi, questi, che dovrebbero consentire un maggior controllo sull'attività di fornitura di «pareri»³⁸ sostenibili, attuato mediante i consolidati meccanismi di autorizzazione e vigilanza prestata dall'ESMA (art. 6), e di creazione di un registro pubblico dei fornitori di *rating* ESG presso la medesima autorità (art. 14).

3. I settori vigilati nel contesto sociale e ambientale

La sostenibilità (finanziaria e non) e la relativa regolazione hanno acquisito negli ultimi tempi rilievo determinante nell'ambito dei settori cc.dd. vigilati, ove – vuoi per la rilevanza pubblica dell'attività svolta, vuoi per l'interventismo delle Autorità di vigilanza³⁹ – i profili legati al

³⁷ Cfr. *ivi*, M. ARRIGONI, *Semplificare la complessità? Il Regolamento europeo sui rating ESG*, 385 ss., spec. a 397 ss.

³⁸ Si v. la definizione di *rating* ESG, di cui all'art. 3, par. 1, n. 1) del Regolamento, secondo cui lo stesso deve identificarsi in «un parere, o un punteggio o una combinazione di entrambi, in merito al profilo o alle caratteristiche di un elemento valutato riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance o in merito all'esposizione di un elemento valutato a rischi o all'impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance che si basa sia su una metodologia consolidata sia su un sistema di classificazione definito costituito da categorie di rating, indipendentemente dal fatto che tale rating ESG sia denominato «rating ESG», «parere ESG» o «punteggio ESG»».

³⁹ In ordine alla configurazione dei poteri, anche regolatori, in capo alle Autorità indipendenti nell'ordinamento interno, si vedano AA.VV., *Le autorità amministrative indipendenti tra garanzia e regolazione*. Atti del Convegno *Le Autorità amministrative indipendenti tra garanzia e regolazione*, presso l'Università degli Studi di Napoli - L'Orientale, 3 dicembre 2019, a cura di A. Contieri, M. Immordino e F. Zammartino, Napoli, 2020; F. ZAMMARTINO, *Il modello molteplice. La potestà normativa delle Autorità amministrative indipendenti*, Torino, 2020; F. TAKANEN, *Le autorità amministrative indipendenti*, Milano, 2022.

rispetto dei criteri ambientali rappresentano uno dei “*tasselli*” necessari dell’indagine.

In particolare, il tema si pone in diretta continuità con la crescente produzione di disciplina e con la conseguente necessità, per le imprese, di conformarsi agli indirizzi sezionali della materia. Peraltro, i settori finanziari – e dunque gli ambiti in cui operano società quotate, banche e assicurazioni – hanno rappresentato campi di prolifica innovazione normativa fin dalla loro settorializzazione⁴⁰. L’attenzione mostrata verso i temi ambientali, e più generalmente i fattori ESG, altro non è che la prosecuzione di un intenso processo di regolazione dei fenomeni economici che promana dai regolatori medesimi, anche in virtù delle prospettive dei mercati.

Le innovazioni principali, in questo campo, sono state accompagnate, in un primo momento, da un sempre maggiore interesse alla *disclosure*⁴¹ di informazioni ritenute utili per i soci, per i terzi e per

⁴⁰ In argomento, P. MONTALENTI, *Lezione aperta. L’Università e il diritto commerciale, oggi. L’evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, 1107 ss. (spec. 1116), ha osservato: «la società per azioni quotata non è una “provincia separata dell’impero” bensì un laboratorio di sperimentazione di problemi e soluzioni che si riversano in seguito nel diritto comune», nonché R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021. Sulla capacità del sistema regolamentare bancario di essere precursore, nel contesto del diritto societario, cfr. F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019, che già a partire dalle prime parole di Presentazione, sostengono come gli aspetti innovativi legati alla *governance* bancaria siano tali da porre la materia «da sempre all’attenzione degli studiosi e degli operatori».

⁴¹ In particolare, cfr. la Direttiva (UE) del 22 ottobre 2014, n. 2014/95/UE, e la successiva Direttiva (UE) del 14 dicembre 2022, n. 2022/2464/UE, sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (Direttiva sul *Corporate Sustainability Reporting*, o CSRD), recepita in Italia con il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125. In tema si veda anche Regolamento (UE) del 27 novembre 2019, n. 2019/2088/UE (o SFRD), relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, modificato dal Regolamento (UE) del 18 giugno 2020, n. 2020/852/UE, relativo all’istituzione di un quadro di riferimento sugli investimenti sostenibili (o Regolamento Tassonomia). Cfr. sul punto, I. CERIANA, *The Eu Green Taxonomy*, in AA.VV., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, cit., 90 ss.; nonché ivi, A. MOLINARI, *Sustainability Reporting: the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*, 94. Da ultimo, a rilevare è anche il citato Regolamento (UE) del 22 novembre 2023, n. 2023/2631/UE, sulle cc.dd. obbligazioni verdi europee e sull’informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come “obbligazioni ecosostenibili” e per le

il mercato. Successivamente, l'attenzione si è mossa nel senso di ampliare il novero degli obblighi "di sostenibilità", in parte coinvolgendo il fine ultimo dell'attività imprenditoriale esercitata, nei settori di riferimento, in forma collettiva societaria⁴².

In quest'ottica, dunque, devono leggersi gli indirizzi precettivi riguardanti elementi non strettamente appartenenti alla gestione della società, che in un'accezione "classica" dovrebbe corrispondere all'esecuzione di atti tesi alla realizzazione dell'oggetto sociale⁴³.

"obbligazioni legate alla sostenibilità". Per utili considerazioni, in un periodo antecedente alla legislazione sull'*impact investing*, v. D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 115 ss. Dopo l'entrata in vigore della normativa, v. F. ANNUNZIATA e F. RIGANTI, *Prestiti e obbligazioni nel "prisma" della transizione sostenibile*, in AA.VV., *Profili privatistici della sostenibilità*, Atti del Convegno tenutosi presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca il 18-19 maggio 2023, a cura di G. Iorio, G. Bevivino e A. Semprini, in corso di pubblicazione. Dattiloscritto consultato per cortesia degli Autori.

⁴² U. TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. soc.*, 2023, 338 ss. Per il caso specifico delle istituzioni bancarie, cfr. L. AMMANNATI, *Dimensioni "eccentriche" dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Riv. reg. merc.*, 2023, 261 ss. e S.E. LIGHT e C.P. SKINNER, *Banks and Climate Governance*, in *Columbia Law Review*, 2021, 121, 6, 1895 ss.

⁴³ Cfr. in argomento P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur.it.*, 2024, 1190 ss., secondo cui – in ottica neo-istituzionalistica – l'interesse sociale è «composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, nei limiti degli interessi-altri (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli stakeholder in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit-oriented* che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli stakeholder». In termini simili anche U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, cit., 226 ss. Parzialmente differenti sono le visioni di S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss. e di M. STELLA RICHTER JR. *Long termism*, in AA.VV., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. Costa, A. Mirone, R. Pennisi, P.M. Sanfilippo e R. Vigo, Torino, 2021, II, 2, 901 ss. e in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss. Secondo D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1023 ss., «l'inclusione di obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale nelle politiche gestionali della grande impresa azionaria rappresenta ormai un dato acquisito».

Pare, quindi, che a rilevare, in quest'ambito, sia la distinzione⁴⁴ tra la sostenibilità intesa come fattore di rischio, astretta entro canoni di adeguatezza organizzativa interna⁴⁵ e, dunque, anche di approccio al rischio climatico, ambientale e reputazionale⁴⁶; e la sostenibilità intesa in senso materiale, espressione che individua il perseguimento di

⁴⁴ Si vedano, seppur con riferimento alla funzione del *rating* di sostenibilità, le autorevoli considerazioni di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, cit., 178, ove l'A. chiarisce come la sostenibilità abbia mutato anche l'attività degli attori del mercato, improntata ora – in un'ottica finalistica – sul propulsivo sviluppo della sostenibilità. Ciò, tanto nell'ambito finanziario, quanto nel segmento della *corporate governance* delle società, sino a coinvolgere – quasi necessariamente in un contesto caratterizzato da teleologia euro-unionale – anche il fine ultimo delle stesse *corporations*.

⁴⁵ M. RABITTI, *Modelli partecipativi di gestione e prevenzione dei nuovi rischi di impresa tra regolazione e vigilanza*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, a cura di R. Lener, A. Sciarrone Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, Torino, 2024, 143 ss.; AA.VV., *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di S.A. Cerrato, Torino, 2019. Per le assicurazioni, in generale, si veda A. CAPIELLO, *Regolamentazione e risk management nelle imprese assicurative. Profili evolutivi*, Milano, 2008, nonché O.M. CALLIANO, *Introduzione. Gestione del rischio giuridico e diritto delle assicurazioni*, in AA.VV., *Avoid, transfer, retain. Aspetti giuridici dell'enterprise risk management e diritto delle assicurazioni*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2016, 25 ss.; M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca impresa e società*, 2018, 239 ss.; G. FARINA, *Assetti adeguati e società assicurativa. Questioni in tema di solvibilità*, Napoli, 2024, spec. a 111 ss. Con riferimento alla sostenibilità, v. da G. BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi*, in AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, 2023, spec. a 145 ss. nonché l'intervento del prof. Cesari, *Sostenibilità e assicurazione*, tenuto al Convegno Nazionale AIBA, tenutosi a Roma il 29 marzo 2023, reperibile al seguente link: <https://www.ivass.it/media/interviste/intervista/sostenibilit-e-assicurazione/>. Il rapporto tra sostenibilità e doveri organizzativi è stato indagato anche da A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, suppl., 1 ss.

⁴⁶ J.J. BURKE, *Do boards take environmental, social, and governance issues seriously? Evidence from media coverage and CEO dismissals*, in *Journal of Business Ethics*, 2022, 176, 647 ss., che individua nei media, un soggetto esterno influente in quanto in grado di formare e riflettere l'opinione pubblica anche su questioni ESG.

interessi altri rispetto al mero profitto, comprendendovi anche fattori ambientali, come fisiologico sviluppo dell'azione sociale⁴⁷.

Orbene, i due concetti paiono talvolta finanche (con)fondersi nei sistemi speciali, in cui la regolazione pubblica parrebbe progressivamente orientata a “imporre” in capo alle società soggette a supervisione esterna un fattivo impegno economico, finanziario e organizzativo, connotato da finalità di interesse generale che includono – a livello di *soft e hard law*⁴⁸ – anche i relativi *stakeholders*. Aspetto, quest'ultimo, che deve essere letto in combinato con le ulteriori prescrizioni di fonte primaria e secondaria riguardanti, *inter alia*, fattori socio-ambientali⁴⁹.

A valle delle considerazioni di carattere generale, deve osservarsi che l'emergere del rischio connesso alla sostenibilità non comporta di per sé lo “*snaturamento*” della definizione tipica delle società e del loro

⁴⁷ Sul punto è intervenuto U. TOMBARI, Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società», cit., 226 ss., secondo cui «l'adozione dei fattori ESG — tanto nelle politiche societarie, quanto nelle scelte di investimento — non si pone in antitesi con il perseguimento di un vantaggio economico; più in particolare, assume rilevanza l'interesse economico e finanziario complessivo dell'impresa e dei soci nel lungo periodo, supportato e reso possibile grazie anche a politiche di sostenibilità sociale ed ambientale». *Contra* S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss.

⁴⁸ Sull'evoluzione (normativa e non) relativa all'incidenza dei fattori ESG sul governo societario, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1/suppl. 3, 83 ss.

⁴⁹ Cfr. le riflessioni contenute nel documento “Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI”, elaborato Commissione di studio “Governance e finanza” istituita presso il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Ivi si veda E. DE NUCCIO, *Presentazione*, in cui si afferma: «dovremmo in qualche modo, tutti (professionisti, imprese, legislatore), sentirci obbligati non solo alla conformità alla norma, anzi, al rispetto della norma, bensì alla riflessione sui suoi valori, sul valore della sostenibilità. L'iniziativa dei commercialisti su questi temi, in quanto dotata delle necessarie competenze tecnico-professionali quali consulenti dell'impresa, deve essere robusta e diffusa; deve essere sempre più informata, consapevole e volta alla “pubblica opinione”; deve essere, cioè, tale da spingere ciascuno (il legislatore *in primis*) ad assumersi responsabilità di scelte scientificamente inderogabili, anche quando politicamente scomode o incerte. Dobbiamo colmare gli spazi delle scelte, muovendoci al passo con i tempi, perché tale responsabilità sia compresa e concretizzata con più agilità, per non pregiudicare ulteriormente l'intero ecosistema e il futuro di chi verrà dopo di noi».

scopo: d'altronde, la *risk governance* – ormai ricompresa nella definizione del sistema di governo societario – si fonda sull'analisi e sulla mappatura dei rischi e sul mantenimento di adeguati livelli di mitigazione dei medesimi. L'esigenza di individuare strategie correlate ai rischi, immanenti nella definizione stessa di attività d'impresa, infatti, non muta al mutare dei medesimi⁵⁰. E, in continuità con tale ultima conclusione, rilevano considerazioni di *governance*: i controlli interni, ai fini di adeguatezza, infatti, devono fondarsi sulla piena cognizione dei rischi attuali e sull'istituzione di linee di intervento nel caso di verifica dei rischi prospettici. La sostenibilità, dunque, dovrebbe essere intesa quale elemento di ulteriore apprezzamento delle scelte organizzative e imprenditoriali⁵¹.

Di “snaturamento”, invece, sembrerebbe potersi parlare laddove si assiste all'introduzione di istanze⁵² che richiedono un'azione proattiva dei soggetti su questo operanti⁵³. Su tale piano, occorre infatti rilevare che sino alla *mutazione* avvenuta per via dell'influenza dei fattori ESG,

⁵⁰ In tali termini G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 327, ove riferimenti normativi, regolamentari e di *soft law*.

⁵¹ U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?*, in *Riv. soc.*, 2021, 13, secondo cui «la concretizzazione del principio generale di gestire l'impresa con diligenza impone probabilmente agli amministratori, in questo determinato momento storico, di perseguire un interesse lucrativo in modo sostenibile nel tempo ed in rapporto anche agli interessi esterni all'impresa (e quindi prendendo in considerazione gli interessi degli *stakeholders*, nella loro variegata composizione)».

⁵² Si veda, ad esempio, all'art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, primo periodo, t.u.f., secondo cui la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Oppure, si guardi alla lett. f) dell'art. 2.2 (*Linee applicative*) di cui alla sez. III, della Circ. 285, cit., ove si chiarisce che la definizione delle strategie aziendali non può prescindere dall'identificazione degli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ESG nei processi relativi alle decisioni aziendali.

⁵³ Si v. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 315 ss., ove si nota che il tema inerente ai rapporti (commerciali) tra istituti di credito e terze parti «è di massima importanza e (...) giunge a toccare questioni strettamente legate all'operatività, e dunque alla sopravvivenza, degli istituti di credito, quali sono ad esempio quelle relative alla sorte dei (i) prodotti collocati per conto proprio o di terzi sui mercati o (ii) degli investimenti direttamente effettuati (piano della finanza) e/o (iii) ai mutui concessi (piano dell'economia reale)».

non si registrava, nell'ordinamento interno, la presenza di molteplici indicazioni concernenti specifici oneri relativi al perseguimento di fini diversi dal profitto⁵⁴; e nemmeno, da altro angolo visuale, di severe imposizioni poste a tutela dell'assolvimento degli oneri medesimi⁵⁵. Il tutto, nell'ottica di un approccio "neutrale" al mercato.

Gli istituti finanziari, poi, sono soggetti a sollecitazioni esterne che influenzano considerevolmente le relative attività imprenditoriali. In tale contesto, infatti, già a partire da un'epoca precedente all'introduzione di una legislazione spiccatamente responsabilizzante degli operatori economici, le società di notevoli dimensioni si erano mosse nel senso di incidere sul *business* dei rispettivi soggetti contraenti, quali fornitori e clienti, tramite clausole negoziali di regolazione dei rapporti, e quindi attraverso strumenti di diritto privato che ben possono svolgere un ruolo di indirizzo verso comportamenti virtuosi. Così la sostenibilità acquista rilievo anche con riferimento alla forza negoziale dei soggetti vigilati in settori in cui le lacune normative sono spesso colmate dall'autonomia privata⁵⁶.

Quanto affermato, pertanto, consente di accennare a due differenti (e preliminari) spunti di riflessione: *in primis*, l'attività degli operatori di

⁵⁴ Alcune fattispecie, invero, sono state tipizzate dal legislatore. Spesso, tuttavia, quest'ultime sono state inserite in fonti normative che derogano alla disciplina generale, secondo un rapporto di genere a specie. Ne sono un esempio le società *benefit* e le imprese sociali. Il caso prospettato nella presente trattazione, invece, è differente, se non opposto: a voler assecondare le mire unionali (su cui v. *infra* al §5), infatti, il terreno si sposta da un modello speciale di legislazione ad uno generale e coinvolge tutte le società che rientrano nei criteri (quantitativi) dettati dalla normativa. Per tale prospettiva, v. S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss

⁵⁵ Specialmente nei settori vigilati, infatti, la normativa è tesa a garantire, oltre alle aspettative delle compagini sociali di veder remunerato il proprio investimento e la sana e prudente gestione sociale, elevati livelli di tutela dei singoli individui verso cui l'attività di intermediari, banche o assicurazioni è diretta.

⁵⁶ Sul punto si vedano M. DE POLI, *Mitigazione del rischio climatico e accesso al credito*, in AA.VV., *Soluzioni assicurative per la resilienza delle imprese agricole rispetto al rischio climatico*, a cura di S. Landini, Napoli, 2023, 75 ss. Peraltro, il fenomeno conosce confini diversi rispetto a quelli delle singole giurisdizioni nazionali in quanto «i processi di globalizzazione hanno posto in crisi la statualità del diritto e la sovranità del legislatore nazionale, inadeguato a regolamentare processi economici che ne trascendono l'ambito territoriale, stimolando centri di produzione normativa diffusi, nell'estensione sia della "governance giudiziaria" sia della "governance contrattuale"». Così R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, agosto 2024, 18.

particolare rilevanza pubblica è diretta al rispetto di prescrizioni non soltanto legislative e regolamentari, ma anche di indirizzi di natura privatistica, sia nell'ambito degli *standard* di rendicontazione sostenibile (nel sistema unionale, gli ESRS di cui alla CSRD), sia nel campo obbligazionario, della consulenza e della gestione dei portafogli⁵⁷.

In secondo luogo, in un'ottica (para)istituzionale, si può rilevare come la funzione di banche, assicurazioni ed emittenti quotati sia ormai compatibile con i compiti di *gatekeeping*⁵⁸. Compiti che, tuttavia,

⁵⁷ Si pensi – nel mercato del debito – agli *standard* elaborati dall' International Capital Market Association (ICMA) concernenti le caratteristiche dei titoli “vincolati” a scopi sociali o ambientali. Il riferimento è dunque ai *Green bond principles* (GBP), ai *Sustainability Bond Guidelines* (SBG), *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP), in ordine all'emissione obbligazionaria connessa a fini ambientali, e ai *Social Bond Principles* (SBP), circa gli scopi sociali. Da un punto di vista legislativo, cfr. le modifiche – apportate dalla Direttiva del 27 novembre 2019, n. 2019/2034/UE – alla Direttiva del 26 giugno 2013, n. 2013/36/UE (CRD IV) in cui, come descritto nel *Piano di azione per la finanza sostenibile* pubblicato da Consob, «viene conferito mandato all'EBA di valutare la potenziale inclusione dei rischi ambientali, sociali e di governance nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti, nonché di elaborare una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività che sono sostanzialmente associate a obiettivi ESG per il processo di revisione e valutazione prudenziale». Ivi, sono inoltre specificate le modifiche, intervenute a seguito dell'emanazione del Regolamento (UE) del 27 novembre 2019, n. 2019/2033/UE, al Regolamento (UE) del 26 giugno 2013, n. 2013/575/UE (CRR), in cui è ora demandata all'EBA la redazione di standard tecnici per la *disclosure* dei rischi ESG. Nel campo assicurativo, la Commissione europea è intervenuta – con il Regolamento delegato (UE) del 21 aprile 2021, n. 2021/1257/UE – modificando il Regolamento delegato del 21 settembre 2017, n. 2017/2359/UE, che ora impone alle imprese, nell'ambito della consulenza su prodotti d'investimento assicurativi di tenere in considerazione gli obiettivi di investimento dei clienti, inclusa la relativa tolleranza al rischio e le «eventuali preferenze di sostenibilità» (art. 9, par. 2, lett. a). Le preferenze espresse dai clienti in materia di sostenibilità rilevano anche nell'ambito servizi di consulenza o di gestione del portafoglio, ai sensi dell'art. 54 della Direttiva (UE) del Regolamento delegato del 25 aprile 2016, n. 2017/565/UE, modificata, tra gli altri, dal Regolamento delegato del 21 aprile 2021, n. 2021/1254/UE.

⁵⁸ Si pensi inoltre al tema della concessione di mutui in cui le imprese bancarie, ai fini dell'integrazione della sostenibilità nelle procedure relative al rischio di credito, sempre più spesso inseriscono, quali condizioni per accedere al finanziamento, clausole che impongono ai mutuatari di conformarsi alle prescrizioni vigenti in tema di tutela dell'ambiente. Ciò, avviene sulla base sia delle pressanti richieste del mercato, sia degli indirizzi regolamentari e legislativi in materia. Con riferimento a

identificano – specialmente se collocati in una prospettiva impositiva⁵⁹ – limitazioni (talvolta, come accennato, anche “autoimposte”) alla già circoscritta discrezionalità⁶⁰ dell’attività economica nei settori sezionali.

tale ultimo aspetto, si vedano gli *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, del 29 maggio 2020, emessi dall’EBA, e la successiva nota di attuazione (n. 13 del 20 luglio 2021) di Banca d’Italia. Si vedano poi le *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit. Il tema naturalmente meriterebbe una più ampia trattazione. Sul punto cfr. M. DE POLI, *Mitigazione del rischio climatico e accesso al credito*, cit., 75 ss.

⁵⁹ Cfr. tuttavia, in una prospettiva di conciliazione tra il regime vigente all’interno dell’Unione europea e il fisiologico esercizio dell’attività imprenditoriale, i rilievi espressi da R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, cit., 1 ss.

⁶⁰ I settori speciali risentono di “maglie” più strette rispetto alle società di diritto comune in virtù, tra gli altri, dell’introduzione nell’ordinamento del concetto di «sana e prudente» gestione sociale, rinvenibile nei testi legislativi (e regolamentari) concernenti le finalità della vigilanza su banche (art. 5, t.u.b.), emittenti quotati (art. 5 t.u.f.) e assicurazioni (art. 3 c.a.p.). Cfr. M. DE POLI, *Sana e prudente gestione delle imprese finanziarie*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell’economia*, cit., 57 ss.; F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.; A. ANTONUCCI, *Commento sub art. 5*, in AA.VV., *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, I, Torino, 2013, 39, che nella critica alla disposizione, ha osservato come il concetto di «sana e prudente gestione», sia stato in grado di lasciar «passa[re] [di] tutto», con ciò evidenziando che la mancata specificazione definitoria della locuzione abbia permesso di attuare un controllo prudenziale sempre più stringente da parte delle Autorità di vigilanza. Da ultimo, v. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA.VV., *Diritti e Mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. Passalacqua, Padova, 2022, 63 ss.; A. VALZER, *Commento sub art. 5*, in AA.VV., *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa e A. Mirone, Torino, 2024, 38 ss. Per le assicurazioni, sotto il vigore del Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008, G. DESIDERIO, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. econ. ass.*, 2010, 309 ss. e più recentemente, S. BUTERA e F. MONTEMAGGIORI, *La “governance” delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Assicurazioni*, 2018, 41 ss.; M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 239 ss.; S. DELL’ATTI e S. SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione. Regolamentazione, proporzionalità e gestione del cambiamento*, Milano, 2019, 81 ss.; S. LANDINI, *Corporate governance e assicurazioni*, in *Giur.comm.*, I, 2023, 389 ss. e in AA.VV., *Governance e mercati. Studi in onore di*

4. Ancora sul coinvolgimento di entità private nel perseguimento di obiettivi sostenibili: il caso dei proxy advisors

Le considerazioni svolte sia con riguardo al ruolo delle agenzie di *rating* sia con riferimento all'ambito delle società vigilate attengono in misura particolare alla necessità di consentire che la scelta operata dai *market participants* concernente l'investimento – sostenibile, nel caso di specie – sia consapevole e informata⁶¹. Su tale terreno, come già anticipato, insistono prerogative e poteri di una moltitudine di soggetti, la cui attività afferisce a momenti qualitativamente diversi e temporalmente separati⁶².

Si è detto che le agenzie di *rating* forniscono una valutazione in merito a particolari aspetti di un soggetto imprenditoriale. Elemento che, dunque, viene preso in considerazione in momento antecedente alla decisione di investire.

Quanto ad una fase successiva, invece, le caratteristiche di sostenibilità possono essere osservate e analizzate anche sulla base di valutazioni poste dal *proxy advisor*⁶³ che, nella regolamentazione unionale, acquisisce caratteri tipici e circoscritti: si tratta, in particolare, di «una persona giuridica che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informative societarie e, se del caso, altre informazioni di società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle

Paolo Montalenti, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E. Desana, Torino, 2022, 1289.

⁶¹ La “*presa d'atto*” da parte delle Istituzioni europee è sul punto evidente. Si pensi, ad esempio, al Regolamento (UE) 2019/2088, cit., che, nell'ambito dell'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari – al Considerando 11 – afferma: «negli ultimi anni si è registrato un notevole incremento della domanda di informazioni societarie sulla sostenibilità, soprattutto da parte della comunità degli investitori. Tale incremento è determinato dalla natura mutevole dei rischi a cui sono esposte le imprese e dalla crescente consapevolezza degli investitori riguardo alle implicazioni finanziarie di tali rischi».

⁶² Sulla differenza, v. M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, 8 ss.

⁶³ I *proxy advisors* hanno avuto un florido sviluppo delle proprie attività negli Stati Uniti, ove sono frequenti le cc.dd. *proxy fights* e *contested elections*. Si v. sul punto R. PERNA, *Mito e realtà della democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 537 ss.

decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto»⁶⁴.

La definizione coglie l'essenza dell'attività degli enti, denominati anche “*consulenti di voto*”⁶⁵, i cui tratti caratterizzanti si esplicano nell'analisi delle proposte di deliberazione assembleare e l'emissione di una successiva raccomandazione ai propri clienti (spesso, investitori istituzionali⁶⁶).

Il ruolo dei *proxy advisors* si dimostra senza dubbio efficace nella riduzione dei cc.dd. costi transattivi⁶⁷ connessi al voto assembleare, sostanziandosi nell'aggregazione di dati e notizie concernente i singoli emittenti⁶⁸. Invero, a fare da contraltare alla materiale raccolta di

⁶⁴ Così l'art. 2, par. 1, lett. g) della Direttiva dell'11 luglio 2007, n. 2007/36/CE (SRD), come successivamente modificata e integrata dalla Direttiva del 17 maggio 2017, n. 2017/828/UE (SRD II). L'art. 124 *quater* t.u.f., introdotto in attuazione delle fonti unionali con il d.lgs. del 10 maggio 2019, n. 49, fornisce una definizione sostanzialmente sovrapponibile. Secondo la norma da ultima citata, il *proxy advisor* è un «soggetto che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati di uno Stato membro dell'Unione Europea nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto».

⁶⁵ G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017.

⁶⁶ Per considerazioni generali in ordine al rapporto tra investitori istituzionali, solitamente soci di minoranza, attivismo assembleare e consulenze di voto dei *proxy advisors* in Italia, si v. M. BELCREDI e L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, ECGI Working Paper Series in Law, n. 225/2013, 2014. Si vedano anche S. CHOI, J. FISCH e M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law Journal*, 2010, 59, 869 ss., nonché S. ALVARO, M. MAUGERI e F. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderno giuridico Consob*, n. 19, 2019.

⁶⁷ Si pensi, poi, alla circostanza che spesso gli investitori istituzionali svolgono la propria attività di gestione delle partecipazioni in mercati esteri. Sul punto v. A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, cit., 124, rileva: «lo svolgimento di un'attività istruttoria e valutativa sul merito delle proposte assembleari diviene compito – non solo oneroso in termini di costi e di tempi, ma anche – complesso dal punto di vista tecnico».

⁶⁸ Rileva M. MAUGERI, *op. cit.*, 5, che il ruolo dei consulenti di voto è in realtà duplice. A fianco della già menzionata funzione di riduzione dei *transaction costs*, in quanto essi «fungono nel contempo da meccanismo di aggregazione delle preferenze di questi ultimi in ordine ai temi del governo societario e delle politiche di

informazioni, che si configura come elemento statico-quantitativo dell'attività, si accosta anche una fase valutativa, che ne rappresenta il momento dinamico-qualitativo. Motivo per cui questi soggetti del mercato hanno acquisito rilevanza in un contesto sempre più partecipato da investitori inclini a fare affidamento su tali servizi di consulenza⁶⁹.

Cionondimeno, posta la questione su un terreno generale, preme rimarcare che l'emergere sulla scena economica dei *proxy advisors* potrebbe dar vita ad una nuova dinamica di conflitto tra *principal* e *agent*⁷⁰. In particolare, l'attività di tali operatori è caratterizzata da opacità e, in alcuni casi, da segretezza dei meccanismi e dei sistemi di valutazione⁷¹. Ciò, allora, potrebbe consentire agli *advisors* di rendere ulteriori servizi alle società sulle decisioni delle quali incide il processo di valutazione⁷². Così, verrebbe a concretizzarsi un'ipotesi di conflitto

remunerazione, così canalizzando un flusso informativo verso gli emittenti e orientandone le determinazioni finali su quei temi».

⁶⁹ Peraltro, il regime in cui i consulenti di voto operano si caratterizza per essere oligopolista, se si considera che il mercato di tali servizi è appannaggio di soltanto alcuni soggetti. Già prima dell'introduzione della Direttiva (UE) del 17 maggio 2017, n. 2017/828/UE (Direttiva *Shareholder Rights II* o SRD II), emergeva la necessità di regolare i servizi dei *proxy advisor* in virtù del loro ruolo di «arbitri» delle decisioni assembleari. Per tale prospettiva v. A. MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa*, 2015, 759 ss. Dopo l'introduzione della SRD II, v. L. PALOMBO, *The Shareholder Rights Directive II: Innovations and Critical Issues in the European Project of Corporate Governance in the Context of Sustainability and Long-Term Orientation*, in *Dir. econ. impr.*, 2021, 823 ss.

⁷⁰ In ordine al quale cfr., oltre a M. MAUGERI, *op. loc. ult. cit.*, anche A. MORINI, *op. cit.*, 769-770; T. LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, ECGI - Finance Working Paper n. 389, 2013. T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Stanford Journal of Law Business & Finance*, 2009, 14, 385 ss.

⁷¹ Sul piano materiale, tuttavia, l'art. 124 *octies*, comma 1, t.u.f., dispone: «i consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una relazione che contenga [*inter alia*] a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; (...) f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse».

⁷² A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, cit., 121 ss. Sugli interventi euro-unionali in termini di trasparenza, cfr. L. PALOMBO, *op. cit.*, 823 ss.

di interessi: da una parte, i *proxy advisors* sarebbero incaricati di fornire indicazioni di voto sulla base di valutazioni e rilevazioni (anche, a dire il vero, automatizzate); dall'altro, gli stessi potrebbero intessere relazioni commerciali, create dal conferimento di incarichi professionali da parte dell'alta dirigenza o del *board* degli emittenti stessi, con la conseguenza di minarne l'indipendenza di giudizio.

Quanto precede, nell'ambito di queste riflessioni, deve ricollegarsi al perimetro delle considerazioni sulla sostenibilità, ove più che ragioni imprenditoriali, sono elementi reputazionali e di immagine a svolgere un ruolo cruciale. Per effetto di tale conflitto, che peraltro corre il rischio di verifica in tutti gli ambiti in cui tali soggetti privati operano⁷³, verrebbe a delinearsi una situazione di carenza informativa e possibile sviamento delle scelte degli azionisti.

In altri termini, il “*fattore sostenibile*”, se non attentamente valutato e se collocato in una cornice “*miope*”, potrebbe compromettere il vantaggio che sempre più investitori (istituzionali) tentano di trarre dall'attività esercitata dai consulenti di voto.

Per altro verso, l'operazione degli emittenti di affidare la prestazione di servizi ulteriori alle società consulenti potrebbe comportare ricadute sistematiche in ordine alla realizzazione di obiettivi sostenibili, potendosi verificare un'ipotesi di eterogenesi dei fini. Assecondando tale prospettiva, l'impulso delle prospettive di mercato, che ha ingenerato nel tempo fiducia sulla creazione di valore per gli azionisti attraverso un processo di concretizzazione di politiche “verdi” e “sociali”, potrebbe diventare fonte di ulteriori criticità dei mercati, inerenti in modo specifico ai fenomeni variamente denominati di *washing*, specialmente nella loro declinazione *green*⁷⁴.

⁷³ Cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA e V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, cit., 8 ss.

⁷⁴ Su cui v., tra gli altri, B. BALLAN e J.J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Washington and Lee Law Review*, 2024, 81, 545 ss.; D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, I, 601 ss.; ivi G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il “greenwashing” alla prova del rischio di condotta*, 2022, I, 222 ss.; ivi, S. QUADRI, *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile*, 2022, I, 406; 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*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 513 ss.; ID., ivi, *The sound of*

5. *Il regime euro-unionale: innovazioni ed effetti della Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence. Prime riflessioni*

La *corporate governance* delle società risente, in particolar modo nelle grandi concentrazioni economiche, dell’“*ascendenza*” della normativa unionale. Quest’ultima influenza, infatti, il diritto societario e il diritto dei mercati⁷⁵. In tale ottica, anche l’Unione europea è divenuta, nell’ambito della sostenibilità, un campo di sperimentazione delle innovazioni concernenti la disciplina dei fattori ESG.

Gli interventi euro-comunitari si sono mossi sino ad oggi lungo due direttrici differenti: la responsabilizzazione degli attori coinvolti dalla normativa via via introdotta e la regolazione finanziaria degli investimenti (eco)sostenibili⁷⁶.

Entrambi gli ambiti, invero, si misurano con altrettanti problemi applicativi.

Di questi, il primo si sostanzia nella carenza di un *framework* di disciplina coerente con le istanze di mercato e le norme concernenti il governo societario adottate dai singoli Stati nazionali.

Il secondo, invece, si caratterizza quale limite all’azione legislativa: il contesto geopolitico attuale rende la normativa unionale quantomai “*instabile*”, in virtù dell’esigenza di prefigurare soluzioni alle necessità di finanziamento delle imprese e di perseguimento degli obiettivi stabiliti dalla Commissione europea nel Piano di azione 2018⁷⁷. Lo

(eco)silence. Greenhushing, *informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, 2024, 321 ss.; A. TROISI, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in AGE, 2022, 353 ss.

⁷⁵ Su cui v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in AA.VV., *Trattato di diritto privato dell’Unione europea*, IV, a cura di P. Montalenti, diretto da G. Ajani e G.A. Benacchio, Torino, 2022; N. DE LUCA, *European Company Law*, Cambridge, 2021; S. GRUNDMANN, *European Company Law*, II ed., Cambridge, 2012. In ordine al diritto dei mercati finanziari, cfr. M. ORTINO, *Il diritto dell’economia finanziaria europea e l’approccio pluralista alla regolazione*, in Riv. reg. merc., 2019, 135 ss.;

⁷⁶ Sulla *ratio* della disciplina v. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., *passim*.

⁷⁷ Si veda la Comunicazione COM (2018) 97 della Commissione europea in data 8 marzo 2018, in cui – al fine di realizzare gli obiettivi contenuti nella c.d. Agenda 2030 – venivano delineati i caratteri del *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*. Tra questi figuravano il miglioramento delle informazioni societarie, la creazione di un sistema unificato di classificazione degli investimenti sostenibili, l’integrazione della sostenibilità all’interno dei requisiti prudenziali di istituti bancari

scenario ora descritto, coinvolgente tensioni internazionali e conflitti potenzialmente globali, comporta l'emersione di continui bisogni cui le istituzioni unionali fanno fronte in assenza di sistematicità e organizzando l'azione ordinamentale secondo logiche transitorie⁷⁸.

È nella situazione di cui si è dato brevemente conto che la legislazione sostenibile si è inserita, caratterizzandosi, per quanto di interesse in quest'analisi, per l'intento (dichiarato⁷⁹) di incrementare i

e imprese di assicurazione. In argomento, cfr. M. SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 12 ss.

⁷⁸ Si v. Regolamento delegato (UE) del 9 marzo 2022, 2022/1214/UE, di modifica al Regolamento delegato (UE) 2021/2139 per quanto riguarda le attività economiche nei settori del gas e del nucleare, nonché le successive modifiche apportate dal Regolamento delegato (UE) 2023/2485 della Commissione, del 27 giugno 2023, che fissa criteri di vaglio tecnico supplementari che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che talune attività economiche contribuiscono in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arrecano un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale

⁷⁹ Si vedano, ad esempio, il Considerando n. 9: «le catene globali del valore, e in particolare le catene del valore delle materie prime critiche, sono colpite dagli effetti negativi dei rischi di origine naturale o umana. È probabile che in futuro aumentino la frequenza e l'impatto degli *shock* che comportano rischi per le catene del valore critiche. Il settore privato potrebbe svolgere un ruolo importante nella promozione di una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, evitando nel contempo la creazione di squilibri nel mercato interno. Ciò sottolinea l'importanza di rafforzare la resilienza delle società a scenari avversi connessi alle loro catene del valore, tenendo conto delle esternalità nonché dei rischi sociali, ambientali e di *governance*»; il Considerando n. 16: «la presente direttiva mira ad assicurare che le società attive nel mercato interno contribuiscano allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità attraverso l'individuazione, e, ove necessario, l'attribuzione di priorità, la prevenzione, l'attenuazione, l'arresto, la minimizzazione e la riparazione degli impatti negativi, siano essi effettivi o potenziali, sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività delle società stesse nonché alle attività delle loro filiazioni e dei loro partner commerciali nelle catene di attività cui le società partecipano, e garantendo che le persone colpite dal mancato rispetto di tale obbligo abbiano accesso alla giustizia e ai mezzi di ricorso. La presente direttiva lascia impregiudicata la responsabilità degli Stati membri di rispettare e tutelare i diritti umani e l'ambiente ai sensi del diritto internazionale»; e il Considerando n. 19, primo periodo: «le società dovrebbero adottare le iniziative opportune per istituire e attuare, conformemente alla presente direttiva, misure relative al dovere di diligenza, per quanto riguarda le proprie attività, quelle delle loro filiazioni nonché quelle dei loro partner commerciali, diretti e indiretti, lungo l'intera catena di attività».

profili di *accountability* delle singole persone giuridiche e delle imprese capogruppo situate nei confini unionali⁸⁰.

L'introduzione della Direttiva (UE) del 13 giugno 2024, n. 2024/1760, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive* o CSDDD) deve essere analizzata secondo lo schema di lettura cui si è fatto cenno.

La Direttiva rappresenta un “*cambio di passo*” nelle intenzioni euro-unionali. In un momento precedente, infatti, le politiche – afferenti in prevalenza alla lettera “E” dei fattori ESG – si erano, come anticipato, attestate nel senso di imporre obblighi di informativa in ordine ad aspetti sostenibili. L'impegno degli emittenti, se non altro, si era arrestato dunque ad una fase organizzativa, resasi necessaria dalle norme sulla *disclosure* delle informazioni non finanziarie⁸¹.

La normativa sulla *corporate sustainability due diligence*, unitamente alla già menzionata Direttiva CSRD, per un verso rafforza i doveri di disvelamento, e per l'altro introduce obblighi pienamente rientranti tra le decisioni gestorie.

È qui che si coglie il cambiamento legato alle iniziative attuate in seno all'Unione europea. In particolare, la CSDDD accresce, inasprendoli, i doveri inerenti alle politiche sostenibili in capo agli emittenti⁸². Invero, la normativa istituisce un collegamento funzionale

⁸⁰ Cfr., anteriormente all'entrata in vigore della CSDDD, B. SAAVEDRA SERVIDA, *Sostenibilità ambientale, autonomia privata e private regulation*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, cit., 209 ss., spec. 224-225.

⁸¹ Si v. M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, 2023, 630 ss.; L. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid-19*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 124 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 145 ss.; F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *NLCC*, 2019, 458 ss.

⁸² Tuttavia, si veda l'art. 29, par. 1, della Direttiva CSDDD, a norma del quale «una società non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato solo dai suoi *partner* commerciali nella sua catena di attività». Cfr. M. CORGATELLI, *The Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Outstanding Issues*, 2024, 112, reperibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4887184. L'A. osserva «anzi, qualora il potenziale impatto [negativo] fosse stato identificato tramite la *due diligence*, sarebbe il *partner* ad essere inadempiente nei confronti della società obbligata, per mancato adempimento delle garanzie contrattuali relative al

tra l'attività delle società⁸³ e i loro «partner commerciali»⁸⁴ o le loro «filiazioni»⁸⁵. La diligenza di cui la Direttiva tratta è intesa dunque in senso ampio e coinvolge la funzione di supervisione che gli emittenti rientranti nell'ambito della relativa applicazione devono svolgere sulla loro «catena del valore»⁸⁶.

Occorre rammentare che la proposta di Direttiva stilata dalla Commissione aveva esplicitato ulteriori doveri in capo agli amministratori delle società, prevedendo forme di responsabilità per violazioni ambientali e sociali (artt. 25 e 26)⁸⁷. Elemento, quest'ultimo,

rispetto del codice di condotta della società ed eventualmente al piano d'azione preventivo, ex art. 10, par. 2, lett. b)».

⁸³ La Direttiva CSDDD, ad oggi e salvo quanto si dirà in ordine al c.d. pacchetto *Omnibus* presentato dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025, si applica alle società che sono costituite in uno Stato membro e soddisfano una delle seguenti condizioni: (i) avere avuto, in media, più di mille dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale superiore a 450.000.000 euro nell'ultimo esercizio per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d'esercizio; (ii) essere la società capogruppo di un gruppo che ha raggiunto tali limiti minimi nell'ultimo esercizio per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d'esercizio consolidato; (iii) aver concluso o essere la società capogruppo di un gruppo che ha concluso accordi di *franchising* o di licenza nell'Unione in cambio di diritti di licenza con società terze indipendenti, qualora tali accordi garantiscano un'identità comune, un concetto aziendale comune e l'applicazione di metodi aziendali uniformi, e qualora tali diritti di licenza ammontino a più di 22.500.000 euro nell'ultimo esercizio in cui è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale, e a condizione di aver registrato o di essere la società capogruppo di un gruppo che ha registrato un fatturato netto a livello mondiale superiore a 80.000.000 euro nell'ultimo esercizio in cui è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale (art. 2, par. 1).

⁸⁴ Art. 3, par. 1, lett. f) della Direttiva CSDDD, cit.

⁸⁵ Art. 3, par. 1, lett. e) della Direttiva CSDDD, cit.

⁸⁶ Definibile, secondo quanto sancito al Considerando n. 25 della Direttiva CSDDD, anche «catena di approvvigionamento» o «catena delle attività».

⁸⁷ Si veda la Comunicazione *COM (2022) 71 final 2022/0051 (COD)* della Commissione europea in data 23 febbraio 2022. Sulla proposta di Direttiva cfr. G.D. MOSCO e R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 2022, 185 ss.; C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca impr. soc.*, 391 ss.; F. AGOSTINI e M. CORGATELLI, *Article 25 of the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Enlightened Shareholder Value or Pluralist Approach?*, in *European Company Law*, 2022, 92 ss.; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa*, 2022, 372 ss.;

che non ha trovato collocazione nel testo legislativo definitivo. Tuttavia, gli obblighi ricadenti sugli emittenti, specifici e riferiti ad ogni modo anche a violazioni commesse da soggetti terzi, purché rientranti nella già menzionata catena del valore, potrebbero comportare in ogni caso un aggravamento della posizione degli amministratori.

In altri termini, ciò che era stato cacciato dalla *porta*, potrebbe rientrare dalla *finestra*. Infatti, la normativa unionale prevede che gli Stati membri recepiscano all'interno dei singoli ordinamenti nazionali tanto gli obblighi di diligenza delle imprese, quanto le sanzioni conseguenti al loro mancato assolvimento.

In tale cornice, pertanto, i doveri relativi all'adeguatezza degli assetti interni all'impresa potrebbero essere in grado di attrarre nel perimetro della relativa competenza le condotte (e le omissioni) degli amministratori che non vigilassero adeguatamente sulle scelte gestorie di un ente terzo⁸⁸. L'ampliamento della sfera di responsabilità potrebbe così raggiungere un'estensione simile a quella originariamente prevista agli artt. 25 e 26 della proposta di Direttiva, e che si era tentato di circoscrivere durante l'*iter* di approvazione.

Quanto precede, se da un lato chiarisce la rilevanza di attori economici di grandi dimensioni⁸⁹, dall'altro appare in contrasto con la necessità di attribuire al *management* poteri sufficienti al fine di adempiere ai doveri imposti dall'ordinamento. Si riconosce, in sostanza, a questi ultimi un ruolo a tal punto importante da poter considerare tali attori *gatekeepers* di un sistema che mira al

M. STELLA RICHTER JR. e M.L. PASSADOR, *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious*, Bocconi Legal Studies Research Paper, 2022, al https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4293912#paper-citations-widget; A.M. PACCES, *Civil Liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: A Law & Economics Analysis*, ECGI Law Working Paper n. 691, 2023; C. MAK, *Corporate sustainability due diligence: More than ticking the boxes?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2022, 29, 3, 301 ss.; A. LAFARRE, *The Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Corporate Liability Design for Social Harms*, in *European Business Law Review*, 2023, 34, 2, 213 ss.

⁸⁸ Sul punto, A. VICARI, *Risikoanalyse e Risikomanagement nella LkSG: spunti in tema di assetti adeguati nella "catena di fornitura"*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 757 ss.; P. M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 995 ss.;

⁸⁹ Circa l'attuale ambito di applicazione della Direttiva CSDDD, v. la nt. 83 *supra*.

raggiungimento di *standards* sociali e ambientali potenzialmente in grado di superare i confini dell'Unione europea⁹⁰.

Occorre pertanto evidenziare che l'estensione (surrettizia, per le ragioni sopraesposte) dei doveri di protezione ecosostenibile e sociale potrebbe accrescere le responsabilità gestorie degli amministratori, senza tuttavia prevedere garanzie di tutela dei medesimi⁹¹ e, in misura specifica, prerogative adeguate al loro adempimento.

Di fronte a tale ipotesi emergono dubbi in ordine alla qualificazione della posizione soggettiva del *management*, che pare sbilanciata verso una forma di responsabilità “*quasi*” oggettiva⁹². Soluzione, quest'ultima, che non sembra condivisibile, soprattutto se si considera

⁹⁰ Cfr. l'art. 2, par. 2 della Direttiva CSDDD e il Considerando n. 29, primo periodo, ove si specifica: «ai fini del pieno conseguimento degli obiettivi della presente direttiva circa gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi delle attività delle società, delle attività delle loro filiazioni e dei loro *partner* commerciali nelle catene di attività cui esse partecipano, è opportuno includere anche le società di paesi terzi che svolgono attività consistenti nell'UE».

⁹¹ Doveri che si estendono oltre il perimetro della ecosostenibilità sino a includere anche obblighi di tipo sociale. In particolare, la definizione “impatti negativi” – contenuta all'art. 3, par. 1, lett. b), c) e d) – comprende anche forme di «abuso» sui diritti umani, a condizione che — la società sia ragionevolmente in grado di prevedere il rischio di tale lesione, considerate le circostanze del caso specifico, compresi la natura e la portata delle attività commerciali della società e la sua catena di attività, le caratteristiche del settore economico e il contesto geografico e operativo.

⁹² Il richiamo è al nostro ordinamento interno ove, prima della riforma del diritto societario del 2003, l'art. 2392, comma 2, c.c. prevedeva, a carico degli amministratori privi di delega, un dovere di vigilanza sul «*generale andamento della gestione*», cui era legata la previsione della responsabilità solidale per omessa vigilanza. Con le modifiche apportate dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, sono stati meglio descritti e circostanziati i doveri – e conseguentemente i profili di responsabilità ad essi riferibili – in capo agli amministratori. La Relazione alla Riforma, al n. 4, chiarisce infatti: «la eliminazione dal precedente secondo comma dell'art. 2392 dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli artt. 2381 e 2391), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una *responsabilità sostanzialmente oggettiva*, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo alle incertezze dell'attuale prevalente giurisprudenza».

che i criteri finalizzati a riconoscere gli «impatti negativi»⁹³ – propri e della propria catena di approvvigionamento – non sono condivisi⁹⁴ a livello internazionale, in special modo a voler guardare agli ordinamenti del c.d. Sud globale in cui spesso i *partner* della catena del valore si trovano ad operare⁹⁵, rischiando di rendere per questo ancora più complesso il ruolo di *gatekeeping* che ricade (ormai normativamente) sugli emittenti al vertice della catena medesima.

Sul punto, peraltro, preme osservare che il processo di armonizzazione euro-unionale, di là dal potersi considerare concluso, si colloca in un quadro giuridico in costante evoluzione. Il riferimento, come già ricordato, va inserito nel contesto geopolitico attuale, in cui emerge la necessità per l'economia e la finanza europee di aderire alle indicazioni contenute nella *Bussola dell'UE per riconquistare competitività e garantire prosperità sostenibile*⁹⁶. Non deve stupire, dunque, che il c.d. pacchetto *Omnibus* presentato dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025⁹⁷ prospetti, nell'ottica della

⁹³ Si v. la definizione di cui all'art. 3 della Direttiva CSDDD e la Parte I del relativo Allegato, ai nn. 15 e 16.

⁹⁴ Da un lato, sul punto interviene la Parte II dell'Allegato alla Direttiva CSDDD a meglio specificare i divieti e gli obblighi inclusi negli strumenti in materia ambientale. Dall'altro, tuttavia, si tiene conto, all'art 3, lett. b) «della legislazione nazionale connessa alle disposizioni degli strumenti ivi elencati».

⁹⁵ Si noti che la Direttiva CSDDD, cit., all'art. 3 disciplina una definizione di «impatto ambientale negativo» e di «impatto negativo sui diritti umani», rinviando talora a quanto sancito anche da convenzioni internazionali. Tuttavia, in primo luogo, è possibile che gli accordi non siano stati sottoscritti da tutti i Paesi cui le filiazioni o i *partner* delle società stabilite all'interno dell'Unione europea svolgono la propria attività imprenditoriale; in secondo luogo, l'interpretazione di tali convenzioni potrebbe non essere unanimemente condivisa tra le varie giurisdizioni. Per tali ragioni, la capacità precettiva della Direttiva fuori dai confini europei pare di debole entità e difficilmente verificabile *a priori*.

⁹⁶ Si v. la Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, COM (2025) - 30 final, reperibile al link: https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/bussola-dellue-riconquistare-competitivita-e-garantire-prosperita-sostenibile-2025-01-29_it, che aspira a concretizzare le raccomandazioni di cui al Rapporto Draghi, reperibile al link: https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059.

⁹⁷ Per quanto qui di interesse, v. le Comunicazioni della Commissione europea, COM (2025) n. 80 final, contenente la proposta di direttiva 2025/0044, e n. 81 final, contenente la proposta di direttiva 2025/0045, del 26 febbraio 2025, reperibili al link: https://commission.europa.eu/publications/omnibus-i_en?prefLang=it. Si noti che il

semplificazione⁹⁸, modifiche alla normativa sostenibile in campo euro-unionale. La proposta, infatti, punta, *inter alia*, a restringere sensibilmente l'ambito di applicazione delle norme e il perimetro del dovere di diligenza, che, in linea di principio, verrebbe circoscritto ai soli *partner* commerciali diretti⁹⁹; ad alleggerire gli oneri informativi in capo a questi ultimi; ad eliminare alcuni effetti caducatori obbligatori – attualmente inseriti agli artt. 10, par. 6 e 11, par. 7 della direttiva – dei contratti sottoscritti con i *partner* commerciali, al fine di evitare o attenuare i cc.dd. impatti negativi ambientali o sui diritti umani; a snellire la platea di soggetti coinvolti nelle consultazioni di cui all'art. 13; nonché a rimuovere il regime autonomo di responsabilità civile, al momento previsto all'art. 29 della CSDDD. A tal riguardo, occorre notare che la Direttiva (UE) del 14 aprile 2025, n. 2025/794¹⁰⁰ – secondo il meccanismo denominato *stop the clock*¹⁰¹ – ha posticipato di

Parlamento europeo, in data 3 aprile 2025, ha approvato la risoluzione legislativa sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda le date a decorrere dalle quali gli Stati membri devono applicare taluni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (COM(2025) n. 80 final, cit., pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea in data 14 aprile 2025, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio europeo.

⁹⁸ La semplificazione, infatti, rientra tra i cc.dd. «attivatori trasversali» contenuti nella richiamata Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, cit., che – unitamente ai «pilastri» tesi a (i) colmare il divario di innovazione, (ii) conciliare decarbonizzazione ed esigenze produttive e (iii) ridurre le dipendenze eccessive e aumentare la sicurezza – dovrebbe concorrere a favorire la competitività del sistema UE.

⁹⁹ Così l'art. 4 della proposta di direttiva Proposta di direttiva 2025/0045 di cui alla Comunicazione della Commissione europea, COM (2025) 81 final, cit. Cfr. sul punto G. DE FALCO, *CSDDD: il processo di destrutturazione del pacchetto Omnibus*, in *dirittobancario.it*.

¹⁰⁰ La Direttiva 2025/794/UE, cit., è stata adottata sulla scorta della Proposta n. 2025/0044 di cui alla Comunicazione della Commissione europea, COM (2025) 80 final, cit.

¹⁰¹ Si v. il comunicato stampa intitolato “*Semplificazione: il Consiglio concorda la sua posizione sul meccanismo ‘stop the clock’ per rafforzare la competitività dell’UE e garantire certezza del diritto alle imprese*” pubblicato sul sito del Consiglio europeo, reperibile al seguente link: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2025/03/26/simplification-council-agrees-position-on-the-stop-the-clock-mechanism-to-enhance-eu-competitiveness/>.

un anno i tempi della trasposizione nelle singole legislazioni statali delle disposizioni contenute, tra le altre¹⁰², nella CSDDD, oggi dunque prevista per il 26 luglio 2027¹⁰³.

Tali innovazioni, motivate dalla necessità di consentire al sistema UE di concorrere “*ad armi pari*” con gli altri ordinamenti, si inseriscono in una prospettiva che tenta di raggiungere un bilanciamento tra la produttività, anche industriale, e il rispetto, nonché il proattivo sviluppo, di diritti umani e ambientali. Temi, questi ultimi, che tuttavia sembrano difficilmente conciliabili nell’attuale scenario globale, caratterizzato – pare – da (invero mutevoli) esigenze di breve periodo, anziché non da visioni orientate verso posizioni di medio-lungo termine.

¹⁰² La modifica, infatti, interviene anche sulla CSRD, precisamente prevedendo un differimento di due anni dell’entrata in vigore degli obblighi di rendicontazione contenuti alle lett. b) e c) di cui all’art. 5, par. 2.

¹⁰³ Si noti che l’art. 37, par. 1, CSDDD, novellato dall’art. 2 della Direttiva 2025/794/UE, cit., precisa oggi che tali disposizioni di recepimento interno si applicheranno a partire dal 26 luglio 2028 (i) per quanto riguarda le società di cui all’articolo 2, par. 1, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione dello Stato membro e che hanno avuto più di 3.000 dipendenti in media e generato un fatturato netto a livello mondiale superiore a 900.000.000 EUR nell’ultimo esercizio precedente al 26 luglio 2028 per il quale è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d’esercizio, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi aventi inizio il 10 gennaio 2029 o successivamente a tale data; e (ii) per quanto riguarda le società di cui all’articolo 2, par. 2, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione di un paese terzo e che hanno generato un fatturato netto di oltre 900.000.000 EUR nell’Unione nell’esercizio antecedente all’ultimo esercizio precedente al 26 luglio 2028, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi aventi inizio il 10 gennaio 2029 o successivamente a tale data; (iii) nonché, a decorrere dal 26 luglio 2029, per quanto riguarda tutte le altre società di cui all’articolo 2, par. 1, lettere a) e b), e all’articolo 2, par. 2, lettere a) e b), nonché le società di cui all’articolo 2, par. 1, lettera c), e all’articolo 2, par. 2, lettera c), ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari aventi inizio il 10 gennaio 2030 o successivamente a tale data.

6. Conclusioni

L'evoluzione delle politiche di sostenibilità, anche nella prospettiva tracciata dai fattori ESG, ha comportato un significativo coinvolgimento degli attori privati nel perseguimento di obiettivi ambientali e sociali, in virtù di un'impostazione regolatoria orientata a (ri-)unire il pubblico con il privato. In un'ottica di fisiologica armonizzazione delle rispettive finalità, la commistione di tali due sfere di interesse non sarebbe, per ciò sola, fonte delle criticità che si è tentato di delineare. A rilevare, tuttavia, sono considerazioni di metodo e di merito.

Partendo dal primo di tali aspetti, occorre rimarcare che con l'affidamento a soggetti privati di un ruolo di implementazione – tanto secondo una visione proattiva, quanto in una di verifica – di politiche *lato sensu* sostenibili, si corre il rischio di creare ulteriori tipi di conflitto tra i diversi attori economici, non tutti riconducibili in senso generale alla *agency theory*¹⁰⁴. Vi è, dunque, la necessità di rinvenire un “*punto di equilibrio*” tra istanze socialmente e ambientalmente conformi a parametri innovativi (e giustificati da esigenze di tutela ormai avvertite in larga misura) e funzioni di *gatekeeping*, intese quali attività di accertamento di condotte poste in essere da attori economici in favore di altri soggetti partecipanti al mercato.

Con riguardo al secondo elemento menzionato, incrementare – più o meno consapevolmente – in maniera considerevole le prerogative di agenzie di *rating*, *proxy advisors* o società vigilate potrebbe comprometterne la normale operatività, con possibili ricadute negative per clienti, soci o per il mercato, a seconda del caso.

Al contrario, l'introduzione di obblighi¹⁰⁵ concernenti il

¹⁰⁴ La produzione scientifica, specialmente statunitense, è ampissima. Si vedano gli studi che per primi hanno offerto un inquadramento del tema: E.F. FAMA e M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *The Journal of Law & Economics*, 1983, 26, 2, 301 ss.; M.C. JENSEN e W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 4, 305 ss.; nonché E.F. FAMA, *Agency problems and the theory of the firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, 88, 288 ss.

¹⁰⁵ Obblighi in conseguenza dei quali, peraltro, si assiste ad una tendenza ad inserire clausole di sostenibilità o di rinvio a codici di condotta. Elemento, questo, che potrebbe in una certa misura “avvicinare” l'attività d'impresa esercitata dalle società agli *standard* che la Direttiva CSDDD, cit., si pone di perseguire. Sulla relazione tra

raggiungimento di obiettivi sostenibili, in assenza di adeguate garanzie di regolazione pubblica, potrebbe “*prestare il fianco*” ad abusi da parte di quegli stessi soggetti responsabilizzati dal compito di effettuare un’intensa opera di controllo su altre attività private a garanzia della meritevolezza delle transazioni.

Delineato nei termini di cui si è dato conto, il tema inerente all’integrazione di fattori sostenibili tra le attività (*rectius*: finalità) commerciali e finanziarie, anche per il tramite di alcune fonti *hard law*, riveste assoluta centralità nelle dinamiche (gius)economiche contemporanee. Centralità che si è tentato di vagliare con riguardo alle criticità che le istanze legislative e le sollecitazioni del mercato pongono con riferimento alle legittime aspettative del pubblico investitore, i cui fini andrebbero osservati alla luce tanto di categorie di ordine generale (ad esempio, delle prospettive *short-term* o *long-term*¹⁰⁶), quanto di sezionamento delle medesime, secondo un rapporto di genere a specie che, necessariamente, può rappresentare fonte di ulteriori difficoltà definitorie e operative.

private ordering e governo societario, cfr. R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, cit., 41, ove l’A., intravedendo un collegamento tra l’attuale regolamentazione privata delle istanze di sostenibilità e la legislazione euro-unionale afferma: «la CSDDD prende atto di questa realtà, intervenendo non in maniera dirigistica, ma facendo leva sui rapporti di impresa e sulle nuove funzioni del contratto nel mercato, cercando di porre i presupposti di un diritto regolatorio (*public enforcement*), di una nuova responsabilità civile dell’impresa (*private enforcement*) e di una governance *through contract law*, della quale disciplina fasi di bilanciamento delle diverse posizioni dei soggetti ad essa partecipanti, tramite dialogo, engagement, finanziamento lungo la catena di attività».

¹⁰⁶ Su cui v., *ex multis*, F. D’ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell’impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.; M. STELLA RICHTER, *Long termism*, cit., *passim*; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra “short-termism” e “stakeholder empowerment”*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Perseguire un diritto societario “sostenibile”: un obiettivo sincero?*, in AA.VV., *Governance e mercati*, cit., 182 ss.; M. BARZUZA e E.L. TALLEY, *Short-Termism and Long-Termism*, in *Virginia Law and Economics Research Paper n. 2*, 2016, nonché in *UC Berkeley Public Law Research Paper n. 2731814*, *Columbia Public Law Research Paper n. 14-503*, *Columbia Law and Economics Working Paper n. 526*. Il testo è reperibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2731814. Sull’evoluzione del significato da attribuirsi alla sostenibilità v., per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d’impresa e sviluppo sostenibile*, cit., 1 ss.

La necessità di includere in una “visione d’insieme” concetti che possono talvolta apparire antitetici tra loro, pertanto, risulta essenziale al conseguimento di un duplice fine: da un lato, consentire agli operatori economici di favorire lo sviluppo sostenibile del mercato e dell’economia reale; dall’altro, evitare che nozioni giuridiche, quale il fine di lucrativo dell’attività imprenditoriale esercitata in forma societaria (art. 2247 c.c.), possano subire stravolgimenti semantici e financo strutturali, incidendo in misura particolare sulla fisiologica conduzione degli operatori economici e, dunque, sui mercati.