

Finanza sostenibile

# Sistemi giuridici a confronto

La risposta del sistema italiano e di quello francese  
alle innovazioni unionali in tema di finanza sostenibile

*G. Mollo, L. Picardi, J.B. Pouille, E. Rodriguez*

*Con prefazione di J. Mähönen*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

La collana **Finanza sostenibile**, originariamente istituita nell'ambito delle attività dello Steering Committee sulla sostenibilità, raccoglie analisi e approfondimenti volti a promuovere la divulgazione dei concetti base della sostenibilità finanziaria secondo gli indirizzi del Funzionario Generale per la Sostenibilità, G. Onofri.

Comitato editoriale

Paola Deriu (responsabile)

Federico Picco (coordinatore)

Giovanna Di Stefano

Giovanni Mollo

Greta Quaresima

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Stampa e allestimento

**Tiburtini Srl (Roma)**

[www.tiburtini.it](http://www.tiburtini.it)

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte.

## **CONSOB**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

**t** +39.06.84771 centralino

**f** +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

**t** +39.02.724201 centralino

**f** +39.02.89010696

**h** [www.consob.it](http://www.consob.it)

**e** [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

# Sistemi giuridici a confronto

La risposta del sistema italiano e di quello francese  
alle innovazioni unionali in tema di finanza sostenibile

*G. Mollo, L. Picardi, J.B. Pouille, E. Rodriguez (\*)*

## Sintesi del lavoro

Il Quaderno si sofferma a considerare l'incidenza che la normativa europea, insieme agli articoli 9 e 41 della Costituzione, esercita in Italia sui doveri gestori dell'organo amministrativo delle società per azioni, nonché sulla stessa configurazione dello scopo sociale. Si passa quindi ad analizzare la nozione di "successo sostenibile" introdotta dal Codice di Corporate Governance e l'orientamento della gestione verso un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, per poi approfondire il crescente coinvolgimento della Consob nella promozione di istanze di sostenibilità ambientale e sociale.

L'esame delle discipline in tema di finanza sostenibile introdotte nell'ordinamento francese occupa la seconda parte del Quaderno. Si delinea una cornice normativa ricca ed articolata, che denota l'attenzione del legislatore nazionale, degli investitori istituzionali, dei gestori del risparmio agli obiettivi della tutela ambientale, della protezione dei diritti umani e della corretta *governance* delle imprese, sintetizzati nell'acronimo ESG. Si esaminano, quindi, il ruolo dell'autoregolamentazione, dell'Autorità di vigilanza sul mercato dei capitali (AMF) e della stessa società civile nella transizione ambientale e sociale e nel contrasto a possibili derive di *greenwashing*.

Punto di partenza ineludibile dell'analisi è la ricognizione in chiave sistematica del contesto normativo europeo ancora in evoluzione, il quale, dopo essersi caratterizzato nell'ultimo decennio per l'introduzione di una serie di misure intese a promuovere una transizione

(\*) Il gruppo di lavoro, coordinato da Giovanni Mollo (Divisione Studi e Regolamentazione CONSOB, g.mollo@consob.it), è composto da Lucia Picardi (Università degli Studi di Napoli "Federico II"), Jean-Baptiste Pouille ed E. Rodriguez (avvocati del foro francese).

Si ringraziano Guglielmina Onofri, Paola Deriu, Gianfranco Trovatore, Federico Picco, Maria Raffaella Sancilio e Andrea Giannini per gli utili commenti e suggerimenti.

Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

ecologica e sociale dell'economia, ha varato un "pacchetto Omnibus" di modifica (ovvero di differimento, alleggerimento, semplificazione) della regolamentazione unionale in materia di imprese e sostenibilità. Dal nuovo quadro normativo emerge l'interrogativo se le scelte compiute dalle istituzioni dell'Unione europea rappresentino – come appare plausibile ritenere – una cauta espressione di gradualismo ispirata dalla volontà di contenere i costi e i rischi connessi alla transizione sostenibile e di apportare le correzioni sollecitate dalla congiuntura politica, oppure preludano ad una revisione delle scelte medesime.

Allo stato attuale le direttive sulla rendicontazione (CSRD) e sulla *due diligence* di sostenibilità (CS3D) e il Regolamento Tassonomia pongono a carico delle imprese alcuni obblighi specifici di trasparenza e di condotta in tema di sostenibilità, suscettibili di influenzare l'agire degli amministratori delle società per azioni, in specie di quelle dotate di rilevanza sistemica quali sono le società azionarie quotate. Si registra una crescente valorizzazione del ruolo delle imprese nella tutela di interessi collettivi, che tuttavia non comporta l'avocazione in capo alle imprese medesime di compiti tradizionalmente propri degli Stati nazionali. Ne consegue anche che nel medio periodo le imprese in grado di rispettare doveri di gestione sostenibile saranno capaci di attrarre consumatori e investitori, quanto meno per la presenza di incentivi di carattere reputazionale, e generare profitti per i soci.

# Legal systems in comparison

The Italian and French responses  
to the EU innovations in sustainable finance

*G. Mollo, L. Picardi, J.B. Pouille, E. Rodriguez (\*)*

## Abstract

The Paper considers the impact that European legislation, together with Articles 9 and 41 of the Constitution, has in Italy on the management duties of the administrative body of joint-stock companies, as well as on the very configuration of the corporate purpose. It then analyses the concept of "sustainable success" introduced by the Corporate Governance Code and the orientation of management towards a medium- to long-term horizon, before going on to examine Consob's growing involvement in promoting environmental and social sustainability issues.

The second part of the Paper examines the regulations of sustainable finance introduced by French law. It outlines a rich and complex regulatory framework, which reflects the attention paid by the national legislators, institutional investors and asset managers to the goals of environmental protection, human rights safeguarding and good corporate governance, summarised in the acronym ESG. The role of self-regulation, the Capital Market Authority (AMF) and civil society itself in the environmental and social transition and in combating possible greenwashing abuses is then examined.

The starting point for the analysis is a systematic review of the evolving European regulatory framework, that, after being characterised over the last decade by the introduction of a series of measures aimed at promoting and ecological and social transition of the

(\*) The working group, coordinated by Giovanni Mollo (CONSOB Research and Regulatory Department, [g.mollo@consob.it](mailto:g.mollo@consob.it)), includes Lucia Picardi (University of Naples "Federico II"), Jean-Baptiste Pouille and E. Rodriguez (lawyers belonging to the French Bar).

The authors would like to thank Guglielmina Onofri, Paola Deriu, Gianfranco Trovatore, Federico Picco, Maria Raffaella Sancilio e Andrea Giannini for their useful comments and suggestions.

The opinions expressed in this document are the authors' personal views and are in no way binding on CONSOB. In citing this paper, it is therefore not correct to attribute the arguments expressed therein to CONSOB.

economy, has launched an 'Omnibus Package' of amendments (i.e. deferrals and simplifications) of EU regulations on business and sustainability. The new regulatory framework raises the question of whether the choices made by the European Union institutions represent – as seems plausible – a cautious gradualism inspired by the desire to contain the costs and risks associated with the sustainable transition and to make the corrections called for by the political situations, or whether they prelude a revision of these choices.

At present, the Directive on reporting (CSRD) and sustainability due diligence (CS3D) and the Taxonomy Regulation impose specific transparency and conduct obligations on companies in sustainability which are likely to influence the conduct of directors of joint-stock companies, especially those of systemic importance such as listed companies. There is a growing appreciation of the role of companies in promoting collective interests, which, however, does not entail companies taking on tasks traditionally performed by States. It also follows that, in the medium term, companies that can comply with sustainable management obligations are able to attract consumers and investors, at least due to the presence of reputational incentives, and generate profits for shareholders.

# Indice

## PREFAZIONE

(J. Mähönen)

9

## CAPITOLO PRIMO

### Il contesto normativo europeo

(G. Mollo e L. Picardi)

13

## CAPITOLO SECONDO

### La risposta del sistema italiano

(G. Mollo e L. Picardi)

25

1 L'adeguamento della legislazione italiana alla spinta innovatrice di fonte UE	25
1.1 Obblighi di informazione sulla sostenibilità e doveri degli amministratori	25
1.2 L'eventuale esigenza di un ripensamento dello scopo sociale	33
2 L'autoregolamentazione italiana dinanzi all'impulso innovatore della normativa europea	36
2.1 Orizzonte temporale e scelte gestorie	36
2.2 Il "successo sostenibile" quale creazione di valore a lungo termine per gli azionisti	38
3 Il ruolo dell'organo di vigilanza italiano nella transizione verso un sistema economico sostenibile	42

## CAPITOLO TERZO

### La risposta del sistema francese

(J.B. Poulle ed E. Rodriguez)

47

1 La tutela della sostenibilità e dei principi ESG nel sistema francese anteriore alla legislazione unionale	47
2 L'impatto della produzione normativa unionale sulla legislazione francese	48
2.1 La Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD	48
2.2 La Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR	51
3 Il ruolo dell'organo di vigilanza francese nella transizione verso un sistema economico sostenibile	53
4 L'incidenza delle innovazioni unionali nella sfera dell'autoregolamentazione e nella società civile	55

## CONCLUSIONI

(G. Mollo e L. Picardi)

61

## Bibliografia

63

# Prefazione

*J. Mähönen (\*)*

Lo studio intitolato *"Sistemi giuridici a confronto. La risposta del sistema italiano e di quello francese alle innovazioni unionali in tema di finanza sostenibile"* offre un punto di vista interessante sul dibattito globale ed europeo in materia di *governance* societaria sostenibile. A partire dalla Direttiva sui diritti degli azionisti II (2017), dal Piano d'azione della Commissione europea per finanziare la crescita sostenibile (2018) e dal *Green Deal* europeo (2019), l'Unione europea ha realizzato un programma ambizioso ma anche controverso in materia di finanza sostenibile, divulgazione e rendicontazione della sostenibilità e *governance* societaria sostenibile. Alcuni ritengono che la legislazione introdotta in materia di diritto dell'impresa sostenibile non sia stata abbastanza ambiziosa, altri che sia andata troppo oltre. La discussione sul pacchetto *Omni-bus* della Commissione Von der Leyen II mostra concretamente queste contrapposte posizioni. In un mondo sempre più caratterizzato da sconvolgimenti – dalla pandemia dovuta al COVID-19 alla guerra tra Russia e Ucraina, fino alle rinnovate tensioni geopolitiche sotto l'amministrazione Trump negli Stati Uniti – l'Europa si trova a navigare in un panorama complesso e mutevole. In questo contesto, il modo in cui definiamo lo scopo delle imprese e i principi di *governance* societaria diventa fondamentale non solo per le imprese stesse, ma anche per l'economia, la società e l'ambiente in senso più ampio.

Come dimostra il quadro normativo europeo in materia di sostenibilità delle imprese, gli investitori finanziari svolgono un ruolo fondamentale, sia attraverso i loro diritti partecipativi e di controllo e le loro responsabilità (comunemente denominati *"stewardship"*) sia attraverso i loro obblighi di informativa. Ciò non diminuisce tuttavia l'importanza delle società partecipate e dei loro consigli di amministrazione, i cui compiti includono la *due diligence* e la rendicontazione, sia attraverso i bilanci e le relazioni sulla gestione (che ora comprendono anche le informazioni sulla sostenibilità), sia attraverso le dichiarazioni sulla *governance* societaria. Il contesto normativo è sempre più complesso, si estende a livello globale, transnazionale e nazionale e comprende tanto la dimensione pubblica quanto quella privata. A livello globale, strumenti quali le Linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali sulla condotta responsabile d'impresa e i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani costituiscono la spina dorsale delle aspettative in materia di *due diligence*. Questi strumenti sono integrati da regolamenti UE direttamente applicabili, spesso basati su poteri delegati alla Commissione europea, e da leggi nazionali che attuano le direttive UE. Tutto ciò è

(\*) Jukka Mähönen, Università di Helsinki.

ulteriormente arricchito da un'ampia gamma di standard e iniziative internazionali volontarie. A livello nazionale, i codici di *corporate governance* e di *stewardship*, nonché la disciplina in tema di offerte pubbliche di acquisto, integrano la regolamentazione formale per le società che operano nei mercati regolamentati.

In molti casi, strumenti non vincolanti quali le Linee guida dell'OCSE o i codici nazionali di *corporate governance* nelle principali economie aprono la strada alla convergenza normativa, attraverso la *governance* sia privata che pubblica. Gli standard industriali in settori come quello estrattivo o dei *green bond* spesso si evolvono da volontari a oggetto di regolamenti europei vincolanti. Allo stesso modo, le normative pubbliche nazionali possono fungere da modelli per altre giurisdizioni. La Francia offre diversi esempi: il Codice di *corporate governance* Afep-MEDEF e leggi come le leggi *Grenelle*, la legge sul dovere di vigilanza e la legge PACTE. Più recentemente, l'attuazione da parte della Francia della direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità delle imprese è andata ben oltre i requisiti minimi della direttiva con riferimento all'ambito di applicazione. Inoltre, si rafforza il ruolo dei contratti come strumenti in funzione di tutela privatistica, in particolare in settori come la *due diligence* e la protezione dei consumatori contro il *greenwashing* o l'"*eco-whitening*".

Il Capitolo I dello studio, intitolato "*Il contesto normativo europeo*" è particolarmente attuale rispetto alle problematiche affrontate. Le turbolenze in tutta Europa hanno suscitato preoccupazioni tra i responsabili politici circa la competitività del continente come destinazione per gli investimenti e la produzione. Le richieste di semplificazione normativa e di riduzione degli oneri di conformità dominano il dibattito, come dimostra il pacchetto *Omnibus*. Emerge una domanda fondamentale: l'Europa considera ora il diritto dell'impresa sostenibile come una corsa al ribasso, piuttosto che una corsa al rialzo a cui aspirava un tempo? E se sì, fino a che punto è disposta a spingersi nella competizione con giurisdizioni come gli Stati Uniti? Inoltre, tutti gli Stati membri condividono questa visione, o stiamo assistendo a un divario normativo sempre più ampio che mina il principio stesso dell'armonizzazione europea?

Lo studio mette anche in discussione la semplicistica dicotomia pubblico-privato. Esso evidenzia l'evoluzione del ruolo delle autorità di vigilanza quali la Consob italiana e l'AMF e l'ACPR francesi, non solo come autorità di regolamentazione, ma anche come produttrici di dati comparativi di mercato, in particolare sulle pratiche di *corporate governance* e di rendicontazione di sostenibilità. Questi organismi si occupano pure di formazione, promozione e sensibilizzazione anche con riguardo alla materia in esame. Allo stesso tempo, l'autoregolamentazione continua a rivestire un ruolo significativo, come illustrato dal Codice italiano di *corporate governance* e dalla integrazione in esso dei principi di sostenibilità.

In definitiva, la discussione torna alle questioni fondamentali del diritto societario: come definiamo lo scopo sociale e a chi rendono conto i consigli di amministrazione? I loro doveri devono essere rivolti esclusivamente alla società e ai suoi azionisti, o anche agli *stakeholders* e alla società in generale, perseguitando il cosiddetto "bene comune"? E questo scopo deve essere regolamentato in modo sostanziale, come

è tradizionale nel diritto societario, o procedurale, attraverso un approccio *multistakeholder* come quello previsto dalla direttiva sulla *due diligence* in materia di sostenibilità delle imprese?

*"Sistemi giuridici a confronto. La risposta del sistema italiano e di quello francese alle innovazioni unionali in tema di finanza sostenibile"* offre preziose informazioni su queste questioni urgenti. Basando i dibattiti giuridici e politici astratti su esempi concreti e aggiornati, il volume costituisce una lettura essenziale per i responsabili politici, i professionisti e gli accademici, sia in Europa che oltre.



# Il contesto normativo europeo

(G. Mollo e L. Picardi)

CAPITOLO  
PRIMO

*«L'UE stima che per conseguire gli obiettivi del Green Deal europeo e del solo sistema REPowerEU saranno necessari investimenti aggiuntivi per circa 620 miliardi di euro all'anno tra il 2023 e il 2030, pari al 3,7% del PIL dell'UE nel 2023. La maggior parte di questi investimenti dovrà provenire da finanziamenti privati»<sup>1</sup>.*

La necessità di fare ricorso al risparmio, convogliando gli investimenti verso prodotti, servizi e attività sostenibili, scaturisce dalla consapevolezza dei limiti ai quali va incontro il possibile intervento del settore pubblico nel processo di transizione verso un'economia sostenibile<sup>2</sup>.

Il diritto dell'UE per la sostenibilità si fonda sull'assioma secondo cui la tutela dell'ambiente e il rispetto dei diritti umani costituiscono valori condivisi dalla collettività intera. Dal che lo sviluppo economico è sostenibile, cioè aderente alla volontà della collettività, se conforme ai citati valori.

Muovendo da questo presupposto si ipotizza che i consumatori e gli investitori preferiscano i prodotti che rispettino tali valori, finendo per assumere il ruolo di "giudici" del rispetto della sostenibilità ambientale e sociale e rendendo indirettamente conveniente per le imprese il perseguitamento di interessi generali e altruistici<sup>3</sup>. Ma affinché il consumatore possa fare una scelta conforme ai propri obiettivi è necessario che sia correttamente informato.

Si comprende alla luce di questo assunto l'importanza del posto occupato dall'informazione sulla sostenibilità nella regolazione europea riferita al *Green Deal*, la quale include non solo diversi presidi di obbligatoria trasparenza sui fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) connessi a prodotti, servizi e attività, ma anche previsioni intese ad assicurare la correttezza concorrenziale delle comunicazioni volontarie e promozionali riguardanti offerte di beni e servizi presentati come sostenibili

1 Commission staff working document Accompanying the documents Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements, p. 2.

2 In effetti, la nozione di sostenibilità proietta comportamenti presenti nel futuro, ovvero "sconta" azioni presenti contro la possibilità di azioni future, implicando una preferenza per programmi e investimenti a lungo termine rispetto a quelli a breve termine da parte di attori sia pubblici sia privati. Assumendo questa ampia nozione di sostenibilità (da intendersi come ambientale, sociale o anche economica), tende a sfocarsi e ad appianarsi la stessa distinzione fra politiche (o scelte) pubbliche e politiche private, legate, quest'ultime, a investimenti e programmi rientranti nella sfera di competenza degli attori privati: BIANCHINI M., (2024), *Some Backdrops and Perspective Scenarios about the Emerging 'Law of Sustainable Business Organizations'*, in *The Italian Law Journal*, vol. 10, p. 297 ss.

3 STELLA RICHTER JR. M., (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, p. 718 s.

o *green*<sup>4</sup>. L'informazione sulla sostenibilità diventa lo strumento principe che consente al consumatore di esercitare liberamente la propria scelta e, di conseguenza, di orientare il mercato.

Nel contempo, come il progressivo abbattimento dei confini nazionali o regionali all'interno del mercato ha accresciuto in ogni Stato membro o area economica l'influenza delle attività esercitate in altri settori del commercio o dell'industria, in maniera non dissimile fenomeni negativi (quali il riscaldamento globale, le disparità economiche e sociali, le deficienze nella *governance* pubblica o privata) si verificano a ogni latitudine e si condizionano reciprocamente ben oltre le barriere nazionali, finendo per reclamare interventi legislativi e scelte politiche armonizzate in ambito economico<sup>5</sup>.

Ciò non solo impone di considerare il crescente sforzo regolatorio compiuto dalle istituzioni dell'Unione europea, ma suggerisce anche di volgere lo sguardo all'esperienza di altri Stati membri come la Francia, contraddistinti da una spiccata sensibilità verso i temi dell'accesso delle imprese a risorse di finanza verde e della trasparenza in materia di sostenibilità.

Alla luce delle precedenti considerazioni, merita ricordare che il legislatore europeo introdusse la **Direttiva 2013/34/UE** – relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni delle società di capitali – che all'art. 19 impose, a certe condizioni, l'obbligo di comunicare nella relazione sulla gestione, accanto alle informazioni di carattere finanziario, anche quelle di carattere non finanziario.

La **Direttiva 2014/95/UE** (Non-Financial Reporting Directive, NFRD), modificando la citata Direttiva 2013/34/UE, rese obbligatoria, per alcune tipologie d'imprese, la dichiarazione di indicatori di carattere non finanziario, specificandone il contenuto, ovvero impose di motivare la mancata dichiarazione, secondo il noto meccanismo del *comply or explain*.

La Direttiva 2014/95 UE fu attuata in Italia con il **Decreto Legislativo 30 dicembre 2016 n. 254**, al quale fece seguito per gli aspetti operativi il **Regolamento Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018** sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

Il legislatore europeo, però, ritenendo che la forma e la presentazione della dichiarazione di carattere non finanziario non fossero «*sempre idonee all'impiego diretto da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari nelle loro interazioni con gli investitori finali*», è successivamente intervenuto con il **Regolamento (UE) 2019/2088** del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosure Regulation, o SFDR) che – nel classificare i prodotti finanziari in tre tipologie specifiche (da quelli *brown* di cui all'art. 6 a quelli *light green* e *dark green* previsti, rispettivamente, dagli artt. 8 e 9) e nel prevedere criteri quantitativi atti a valutare gli impatti ambientali, sociali e di

4 GENOVESE A. (2024b), *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, p. 1 ss.

5 BIANCHINI M., (2024), p. 303 ss.

*governance* – vuole, riguardo al profilo di sostenibilità dei fondi, migliorarne la possibilità di comparazione e agevolarne la comprensione per gli investitori finali.

Si introducono per effetto di tale intervento normativo specifiche norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e per i consulenti finanziari *«riguardo all'integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili»*<sup>6</sup>.

Lo stesso legislatore europeo, con il **Regolamento (UE) 2020/852** del 18 giugno 2020, cosiddetto **Regolamento Tassonomia**, ha integrato le norme in materia di trasparenza nell'informativa precontrattuale e nelle relazioni periodiche stabilite nel Regolamento (UE) 2019/2088, al fine di migliorare la dimensione quantitativa dell'informazione di sostenibilità e di far sì che i partecipanti ai mercati finanziari forniscano agli investitori finali un elemento di confronto oggettivo sulla quota di investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili.

Il Regolamento Tassonomia stabilisce, infatti, i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, allo scopo di consentire decisioni di investimento consapevoli dei rischi e delle opportunità afferenti alla sostenibilità.

Il legislatore europeo, con il **Regolamento delegato (UE) 2021/1253** della Commissione del 21 aprile 2021, ha prestato attenzione allo stesso risparmiatore-investitore assicurandosi che sia correttamente informato anche in tema di sostenibilità e che le sue preferenze sul punto siano correttamente rilevate dall'intermediario.

L'introduzione del Regolamento Tassonomia, come si legge nella relazione alla **Direttiva (UE) 2022/2464** del 14 dicembre 2022 (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD), ha reso inadeguato il sistema informativo a disposizione dei partecipanti ai mercati finanziari, i quali necessitavano di ricevere maggiori informazioni sulla sostenibilità dalle società partecipate. La CSRD, recepita in Italia mediante il **Decreto Legislativo 10 settembre 2024, n. 125**, non solo prevede un cambiamento di denominazione da "dichiarazione non finanziaria" a "rendicontazione di sostenibilità", ma impone altresì alle imprese di grandi dimensioni e alle piccole e medie imprese quotate<sup>7</sup> specifici obblighi di comunicazione che si vuole siano coerenti con la Tasso-

6 Considerando (10) SFDR. Si veda, in materia, LEMBO M., (2023), *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, p. 63; VARANI D., LUNETTA D., DI MARTINO D., (2022), *ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento*, in *dirittobancario.it*, p. 47; DAVOLA A., (2022), *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 *Rivista di diritto bancario*, p. 222; AMATO G., PIEROTTI N., BENVENUTO R., (2021), *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la sfida delle sustainability disclosures*, in *dirittobancario.it*, p. 553; DEL GIUDICE A., (2019), *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Giappichelli, Torino.

7 Le regole della CSRD sono destinate a trovare applicazione con gradualità a diversi insiemi di società. Prima dell'emanazione della Direttiva (UE) 2025/794 (sulla quale ci si soffermerà più avanti), che rinvia di due anni gli obblighi di rendicontazione, era previsto che l'implementazione dovesse avvenire in un arco temporale intercorrente fra il 2024 e il 2028 (art. 5, CSRD). Inoltre, la Commissione, con la Direttiva delegata del 17 ottobre 2023, n. 2775, ha aggiornato (e innalzato) i parametri dimensionali il raggiungimento dei quali comporta, per le società, l'assolvimento degli obblighi di rendicontazione: si veda, sull'impatto della CSRD sulle imprese azionarie europee, in generale, e su quelle

nomia. Un ulteriore elemento di novità rispetto alla NFRD è rappresentato dalla previsione di un obbligo europeo di attestazione del report ESG (sebbene un obbligo siffatto fosse previsto, in Italia, dal d.lgs. 254/2016).

Giova evidenziare come la CSRD si ponga in continuità con il Regolamento Tassonomia, introducendo contenuti precettivi che superano le finalità di mera trasparenza e sollecitano la riflessione – che sarà sviluppata nel prosieguo – sulla loro idoneità a porre, in capo agli amministratori, doveri di gestione ecosostenibile della società, nonché, in capo all'organo di controllo, corrispondenti doveri di vigilanza sull'adeguatezza degli assetti organizzativi a tal fine predisposti<sup>8</sup>.

Un approccio orientato a promuovere la trasparenza, non disgiunta dagli obiettivi ambientali di sviluppo sostenibile, caratterizza il **Regolamento (UE) 2023/2631** in tema di obbligazioni verdi europee e di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità (Regolamento *Green Bond*). Il predetto Regolamento è indirizzato a disciplinare, fra l'altro, una tipologia di prodotti finanziari – quella, appunto, delle obbligazioni verdi emesse da società lucrative – idonea a promuovere comportamenti responsabili sotto il profilo ambientale grazie al concorso di due fattori-chiave: da una parte, consentendo agli emittenti di vincolarsi a destinare i proventi derivanti dall'emissione obbligazionaria al finanziamento di progetti improntati alla tutela dell'ambiente, le obbligazioni verdi possono attenuare i problemi di "credibilità" che affliggono le imprese inclini ad assumere "impegni ambientali" nei confronti della comunità finanziaria; dall'altra, tali obbligazioni aumentano la trasparenza dei comportamenti delle imprese in campo ambientale anche mediante l'intervento di "certificatori" indipendenti e possono altresì accrescere le potenzialità di finanziamento di progetti *green* grazie al più basso tasso di interesse rispetto ai titoli "convenzionali" dello stesso emittente<sup>9</sup>.

Il legislatore europeo, nella consapevolezza che da sola la domanda non sia in grado di condizionare l'offerta, è intervenuto sui doveri che gravano sulle imprese con la **Direttiva (UE) 2024/1760, Corporate Sustainability Due Diligence Directive, (CSDDD o CS3D)**, la quale si segnala per il fatto di realizzare il passaggio da obblighi

italiane, in particolare, GENOVESE A., (2024a), *Dalla dichiarazione non finanziaria alla comunicazione societaria della sostenibilità*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica. Atti del convegno internazionale di studi*. Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, t. I, in specie p. 660 ss.; sull'ambito di applicazione del d.lgs. 125/2024, CAPRARA A., (2025), *I soggetti tenuti alla rendicontazione di sostenibilità (individuale o consolidata)*, in GENOVESE A., a cura di, *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, Passigli Editori, Firenze, p. 21 ss.

8 In tal senso, GENOVESE A., (2024b), *Dalla dichiarazione non finanziaria*, p. 665 s.; sul tema si veda Capitolo II, paragrafo I «*L'adeguamento della legislazione italiana alla spinta innovatrice di fonte UE*».

9 Si veda sul tema, GILOTTA S., (2024), *Green Bonds: A Legal and Economic Analysis*, in KUNTZ T. (ed.), *Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance*, Edward Elgar, Cheltenham, p. 226, reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=4427927>; nonché MAUGERI M., (2024) *Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, t. II, p. 915 ss.

di trasparenza a più incisivi e articolati doveri "sostanziali", corredati da un doppio binario di *enforcement*, pubblico e privato<sup>10</sup>.

La disciplina in esame, oltre a ribadire che «*un elevato livello di protezione e il miglioramento qualitativo dell'ambiente e la promozione dei valori fondamentali europei si annoverano tra le priorità dell'Unione*» indicate nel *Green Deal* europeo, dichiara che siffatti obiettivi «*richiedono il coinvolgimento non solo delle autorità pubbliche, ma anche degli attori privati, in particolare delle società*»<sup>11</sup>.

La stessa disciplina aggiunge che «*[I]a condotta delle società in tutti i settori dell'economia è fondamentale per il successo degli obiettivi di sostenibilità dell'Unione, in quanto le imprese dell'Unione, in particolare quelle di grandi dimensioni, dipendono dalle catene globali del valore*»<sup>12</sup>.

La condotta delle società in tutti i settori dell'economia è, come si legge nella Relazione alla Proposta della stessa direttiva CS3D, del 23 febbraio 2022, di fondamentale importanza per il successo della transizione dell'Unione a un'economia verde, climaticamente neutra, e per il conseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

La CS3D pone a carico delle società rientranti nel proprio ambito soggettivo di applicazione l'obbligo di adempiere al dovere di diligenza al fine di individuare, prevenire, attenuare e rendere conto dei danni esterni derivanti dagli impatti negativi sui diritti umani e dagli impatti ambientali negativi nelle attività che svolgono, nelle loro filiazioni e nella catena del valore cui partecipano.

Tanto precisato, è bene sottolineare che il "guadagno" normativo della Direttiva in esame – la quale rinviene in Francia nonché in Germania due "precedenti" tutt'altro che trascurabili<sup>13</sup> – risiede nella sua idoneità a trasformare norme di *soft law* in norme di *hard law*, sul presupposto che la condotta delle imprese in tutti i settori dell'economia è fondamentale per il successo degli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Unione<sup>14</sup>. Invero, la dimensione maggiormente prescrittiva della Direttiva pare risiedere nell'avere reso "imperativi", con efficacia extraterritoriale, una serie di "obblighi" e "divieti" posti da convenzioni internazionali, protocolli o carte dei diritti richiamati nell'Allegato<sup>15</sup>.

10 VENTORUZZO M., (2024a), *Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, p. 44; in arg. AMATUCCI C., (2022), *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, p. 612 ss.

11 Considerando (2) CS3D.

12 Considerando (4) CS3D.

13 S'intende fare riferimento alla *Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés et des entreprises donneuses d'ordre* e alla *Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (LKSG)* approvata il 16 luglio 2021.

14 FERRARINI G., (2024), *Unione europea e società per azioni: verso un diritto del capitalismo responsabile*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, t. I, p. 56, che ravvisa la "grande novità" della CS3D nel fatto di tradurre all'interno dell'Unione europea in testi aventi forza cogente, da identificarsi nella Direttiva medesima e negli altri atti normativi che saranno emanati per la sua attuazione, le *guidelines* nelle quali ONU e OCSE hanno censito le migliori pratiche già da qualche tempo seguite dalle grandi imprese a livello internazionale.

15 BARCELLONA E., (2022), *Shareholderism versus stakeholderism*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, p. 183 ss.

Ancora nell'ottica del rafforzamento dell'efficacia preventiva e repressiva connessa agli obblighi e divieti posti a tutela dell'ambiente e del benessere sociale della collettività, il legislatore europeo, con la **Direttiva (UE) 2024/825** del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024, per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde, comunemente individuata come **Direttiva Greenwashing**, ha irrobustito i diritti dei consumatori al fine di consentire loro di assumere decisioni di natura commerciale più consapevoli della sostenibilità e di contrastare pratiche che danneggiano l'economia sostenibile<sup>16</sup>. L'intenzione è, dunque, quella di associare un elevato livello di protezione dei consumatori medesimi con un altrettanto elevato livello di protezione dell'ambiente e della concorrenza, coniugando altresì entrambi gli obiettivi con l'attuazione della transizione verde cui si riferisce il *Green Deal*<sup>17</sup>.

Del resto, sono proprio le politiche per il *Green Deal* e la regolazione sulla finanza per lo sviluppo sostenibile a rappresentare il fattore di discontinuità che rende la Direttiva *Greenwashing* «necessaria e proporzionata»<sup>18</sup>. Le politiche in parola, in quanto spingono le imprese a comunicare al mercato impieghi finanziari e offerte commerciali sostenibili, possono incentivare condotte che pregiudicano l'efficacia delle politiche medesime e accrescere i rischi di una gestione responsabile solo «*di facciata*»<sup>19</sup>.

In un contesto di più accentuata considerazione, a livello economico e normativo, dei profili ESG dell'iniziativa imprenditoriale, il nesso fra sostenibilità e competitività assume un rilievo centrale.

Le ipotesi di *greenwashing* sulle quali la Direttiva (UE) 2024/825 incide riguardano la comunicazione d'impresa sulla sostenibilità volontaria e promozionale riferita a beni e servizi.

Il tema del *greenwashing* è affrontato dal legislatore europeo più in un'ottica di valorizzazione dei nessi fra promozione di politiche di sostenibilità e riflessi sulla concorrenza fra imprese, che in una prospettiva di tutela diretta dell'investitore<sup>20</sup>. Emergono profili di incertezza normativa del *greenwashing*, legati alla difficoltà di identificare anche nella disciplina sulla sostenibilità un paradigma sostitutivo di quelli

16 Considerando (40) Direttiva (UE) 2024/825.

17 Considerando (1) e (13) Direttiva (UE) 2024/825. Osserva CIAN M., (2025), *Educare (informando) il consumatore per educare le imprese: la direttiva UE 825/2024 sulla transizione verde*, in *Giur. comm.*, I, p. 62, che l'«obiettivo diretto è di carattere educativo: la direttiva mira ad accrescere la consapevolezza dei consumatori. È peraltro l'obiettivo indiretto quello principale, ossia il reindirizzamento delle politiche imprenditoriali di produzione e di commercio nel senso della sostenibilità; il suo raggiungimento si fonda sul convincimento che i consumatori siano sensibili alle tematiche ambientali e sociali e che a una (loro) maggiore consapevolezza segua l'orientamento, da parte dei medesimi, verso scelte d'acquisto sostenibili, in una misura sufficiente a sollecitare una reazione positiva, nel senso sopradetto, da parte delle imprese».

18 A. GENOVESE A., (2024b), p. 5.

19 GENOVESE A., (2024b), p. 6, la quale chiarisce che l'ecologismo «*di facciata*» è più rischioso di quanto lo fosse in passato non solo perché è più agevolmente riscontrabile, grazie alla tassonomia europea dei requisiti degli investimenti e delle produzioni ecosostenibili introdotta dal Regolamento (UE) 2020/852, ma anche perché è esposto alle reazioni di *exit/o* o *voice* di una più vasta platea di soggetti con preferenze e vincoli di sostenibilità ambientale.

20 Si veda, per tale posizione interpretativa, SIRI M., (2024), *Finanza sostenibile e greenwashing*, in MARCHETTI P., Rossi S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, II, p. 762 ss.

tradizionali, in particolare della massimizzazione dei profitti per l'investitore<sup>21</sup>. Occorre allora domandarsi se un potenziale rimedio ai rischi di *greenwashing* risieda nella disciplina della prestazione di servizi di investimento, come si evince, fra l'altro, dall'esame della situazione in Francia<sup>22</sup>.

Il quadro normativo sinteticamente delineato è destinato a cambiare in conseguenza della **Dichiarazione di Budapest** sul nuovo patto per la competitività europea del Consiglio (di seguito anche **Dichiarazione**) dell'UE dell'8 novembre 2024.

La **Dichiarazione**, sulla scia delle relazioni *Much more than a Market* di Enrico Letta e *The future of European competitiveness* di Mario Draghi, pone il seguente messaggio-chiave: «*è indispensabile colmare con urgenza il divario in termini di produttività e innovazione, sia con i nostri concorrenti globali che all'interno dell'UE*». A ciò fa seguito la recente posizione assunta da Francia e Germania che ritengono gli obblighi introdotti dalla disciplina sulla sostenibilità quali vincoli imposti «*alle imprese in un momento difficile, nel quale l'industria europea deve fronteggiare la feroce concorrenza del Sud-est asiatico e soprattutto della Cina*»<sup>23</sup>. Il Consiglio dell'UE chiede, pertanto, con la stessa **Dichiarazione** «*sforzi decisi e collettivi*» per quanto concerne alcuni «*fattori di competitività*», individuando tra gli obiettivi principali che la Commissione deve attuare senza indugio «*la formulazione, nel primo semestre del 2025, di proposte concrete finalizzate alla riduzione degli obblighi di informazione in misura almeno pari al 25% e l'inclusione nelle sue proposte di valutazioni d'impatto in termini di oneri burocratici e competitività*».

Per dare seguito alla richiesta dei *leaders* dell'UE di attuare «*un nuovo patto per la competitività europea, ancorato a un mercato unico pienamente integrato*», nel gennaio 2025 la Commissione europea ha elaborato e diffuso il cosiddetto ***Competitiveness Compass***, basato sulla già menzionata relazione Draghi, che prevede, fra l'altro, la presentazione di una serie di proposte intese a «*semplificare le norme, ridurre gli oneri normativi e accelerare le procedure amministrative per rendere l'Europa un luogo più attraente per gli investimenti*».

In attuazione di tale richiesta del Consiglio dell'UE, la stessa Commissione europea ha dunque presentato, il 26 febbraio 2025, un insieme di proposte finalizzate alla riduzione degli obblighi di *compliance* per le imprese (cosiddetto pacchetto ***Omnibus***), che comprende anche la rivisitazione degli obblighi derivanti dal Regolamento sulla tassonomia, dalla CSRD e dalla CS3D.

Nella Relazione che accompagna i singoli provvedimenti proposti si legge che «*[i]l diverso approccio intrapreso da altre importanti giurisdizioni per quanto riguarda la regolamentazione della rendicontazione di sostenibilità e della due diligence di sostenibilità solleva interrogativi circa gli effetti di queste leggi sul posizionamento competitivo delle imprese dell'UE. La capacità dell'Unione di preservare e proteggere valori dipende,*

21 SIRI M., (2024), in specie p. 765 s.

22 Si veda il paragrafo IV del Capitolo III «*L'incidenza delle innovazioni unionali nella sfera dell'autoregolamentazione e nella società civile*».

23 Adnkronos, *Francia e Germania contro il Green Deal: la retromarcia Ue sulla sostenibilità*, reperibile in <https://eurofocus.adnkronos.com/politics/green-deal-francia-germania-chiedono-stop-ue/>.

*tra l'altro, dalla capacità della sua economia di adattarsi e competere in un contesto instabile e talvolta ostile».*

Da questa affermazione sembrerebbe potersi evincere che lo sviluppo sostenibile e l'impianto normativo a esso riferito non rappresentino un modello economico alternativo rispetto a quello tradizionale, in grado, nel lungo periodo, di rivelarsi anche più efficiente di quest'ultimo, garantendo la protezione dell'ambiente e dei diritti sociali. L'economia ecosostenibile costituisce, piuttosto, una "sovrastruttura" rispetto all'economia tradizionale (o lineare), dalla quale trae le risorse per l'affermazione dei valori – ovvero i fattori *Environmental, Social and Governance* – nei quali la stessa sostenibilità è declinata<sup>24</sup>.

La medesima Relazione di accompagnamento chiarisce, ancora, che «[l]a *presente proposta* contiene quindi disposizioni volte a semplificare e snellire il quadro normativo al fine di ridurre gli oneri per le imprese derivanti dalla CSRD e dalla CS3D senza pregiudicare gli obiettivi politici di entrambi gli atti legislativi e per garantire una realizzazione più efficace dal punto di vista dei costi del Green Deal europeo, in relazione alla transizione verde e giusta».

Innanzitutto, trattandosi di discipline di recente emanazione, in parte non ancora entrate in vigore, la *iper-regolazione*, che oggi si dichiara di volere semplificare, sembrerebbe essere il frutto di un precedente errore di tecnica normativa, piuttosto che di un mutamento degli obiettivi perseguiti dallo stesso legislatore europeo, tale da richiedere un diverso impiego delle risorse prima indirizzate alla transizione ecologica. Se, come affermato nella citata Relazione, restano immutati gli obiettivi che il legislatore si è posto con le due Direttive, dovrebbero essere confermate anche le risorse destinate al perseguitamento dei fattori ESG (e quantificate nella misura richiamata in apertura di questo capitolo). Di conseguenza ogni intervento di semplificazione del quadro normativo e regolatorio deve essere accompagnato da un'analisi che dimostri la non incidenza sulle già menzionate risorse. E nel caso in cui vengano coinvolte autorità amministrative indipendenti, anche per semplice consultazione, deve essere indicato il criterio tecnico in base al quale la semplificazione viene proposta.

Nell'ambito del sopra menzionato pacchetto *Omnibus* si colloca la **Direttiva (UE) 2025/794** del 14 aprile 2025, che modifica le direttive CSRD e CS3D relativamente alle date a decorrere dalle quali gli Stati membri dovranno applicare alcuni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, secondo il meccanismo noto come *"stop the clock"*.

24 Profili di consonanza con la ricostruzione suggerita nel testo sembrano cogliersi in SIRI M., (2024), p. 761 s., il quale – nell'affrontare l'interrogativo «se e, se sì, in che misura la finanza cosiddetta sostenibile sia una vera e propria rivoluzione» – acutamente osserva: «*In primo luogo, questa rivoluzione non è destinata a spazzare via un ancien régime ormai obsoleto, quanto piuttosto a integrarlo con un rinnovamento che, per quanto significativo, sembra innestarsi sulle strutture precedenti senza spazzarle via del tutto. [...] In secondo luogo, si tratta di una rivoluzione che ha senz'altro un obiettivo molto chiaro, legato alla necessità di fare leva sulla finanza privata per facilitare il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità (in particolare ambientale e sociale), ma che ancora non sembra avere del tutto razionalizzato le proprie implicazioni sistematiche.*

Più nel dettaglio, si prevedono il rinvio di due anni, e precisamente per gli esercizi con inizio dal 1° gennaio 2028, degli obblighi informativi previsti dalla CSRD per le grandi imprese che non hanno ancora avviato la rendicontazione e le PMI quotate<sup>25</sup>, e il rinvio di un anno, ovvero per gli esercizi con inizio dal 1° gennaio 2027, del termine di recepimento e della prima fase di applicazione della CS3D, al fine di dare alle società che rientrano nella predetta fase più tempo per prepararsi all'adempimento degli obblighi relativi al dovere di diligenza e di tenere conto degli orientamenti che saranno predisposti dalla Commissione circa le modalità pratiche di adempimento<sup>26</sup>.

Il rapido accordo raggiunto fra Parlamento e Consiglio dovrebbe consentire alle predette istituzioni europee di avere più tempo per concordare "modifiche sostanziali" alla CSRD e alla CS3D, proposte anch'esse – come si è anticipato – dalla Commissione nell'ambito del pacchetto *Omnibus*.

Quanto alla CSRD, si prevede una significativa riduzione del novero delle imprese obbligate alla rendicontazione secondo la prospettiva cosiddetta *inside-out* (o doppia materialità) limitandolo alle sole imprese con più di 1000 dipendenti che soddisfano almeno uno dei seguenti criteri: fatturato superiore a 50 milioni di euro o totale di bilanci superiore a 25 milioni, allineando la soglia a quella prevista dalla CS3D. Per le imprese escluse dovrebbe operare uno standard su base volontaria basato sullo standard volontario sviluppato dall'EFRAG per le PMI (VSME), che limiterà anche le informazioni che società e banche potranno richiedere alle imprese più piccole integrate nelle proprie catene del valore.

La Delegazione italiana, pur condividendo l'esigenza di procedere in modo rapido ed efficiente al fine di assicurare un quadro normativo chiaro alle imprese che già si stanno conformando agli obblighi di *disclosure*, si è dichiarata contraria alla «*drastica*» riduzione dell'ambito di applicazione della CSRD e ha presentato nella riunione del COREPER II del 28 maggio 2025 un *position paper* con il quale si proponeva di introdurre un sistema articolato su due soglie con l'obiettivo di pervenire a una semplificazione, secondo un principio di proporzionalità, preservando tuttavia i benefici

25 Giova ricordare che la Direttiva (UE) 2022/2464 prevede una scansione temporale legata alle dimensioni dell'impresa interessata, indicando date diverse a decorrere dalle quali gli Stati membri devono applicare gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità stabiliti dalla Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio. Le grandi imprese che costituiscono enti di interesse pubblico con una media di oltre 500 dipendenti occupati durante l'esercizio e gli enti di interesse pubblico che costituiscono imprese madri di un grande gruppo con una media, su base consolidata, alla data di chiusura del bilancio, di oltre 500 dipendenti occupati durante l'esercizio avrebbero dovuto comunicare nel 2025 le informazioni per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2024 o in data successiva. Le altre grandi imprese e le altre imprese madri di un grande gruppo avrebbero dovuto comunicare nel 2026 le informazioni per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2025 o in data successiva. Le piccole e medie imprese, ad eccezione delle microimprese, gli enti piccoli e non complessi, le imprese di assicurazione *captive* e le imprese di riassicurazione *captive* dovevano comunicare nel 2027 le informazioni per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2026 o in data successiva. Come chiarito nel Considerando (3), «*[i]n considerazione delle iniziative in corso della Commissione volte a semplificare taluni obblighi vigenti in materia di rendicontazione di sostenibilità e di ridurre i relativi oneri amministrativi per le imprese e al fine di fornire chiarezza giuridica ed evitare che le imprese attualmente tenute a comunicare informazioni per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2025 o in data successiva e il 1° gennaio 2026 in data successiva debbano sostenere costi inutili ed evitabili, è opportuno rinviare di due anni gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità per tali imprese*».

26 Si veda il Considerando (10), della Direttiva (UE) 2025/795. Giova aggiungere che la sopra menzionata Direttiva (UE) 2025/794 è stata recepita in Italia dalla Legge 8 agosto 2025, n. 118 di conversione del c.d. Decreto *Omnibus*.

competitivi del *report* di sostenibilità anche in termini di attrattività degli investitori. La proposta non è stata accettata.

Il sistema a due soglie prevedeva:

- le *Very Large Companies* con un numero di dipendenti superiore a 1000 e un fatturato superiore a 450 milioni, allineate alle soglie previste dalla CS3D, le quali sarebbero state soggette a un regime ESRS semplificato, definito dall'EFRAG su mandato della Commissione;
  - le *Mid-Large Companies*, quale nuova categoria comprendente società con un numero di dipendenti compreso fra 500 e 1000 e un fatturato compreso fra 50 e 450 milioni. A tali società si sarebbe dovuto applicare un regime ESRS ulteriormente semplificato; le stesse sarebbero rientrate nel sistema di *opt-in* di cui al Regolamento Tassonomia, mentre sarebbero state escluse dalla sfera di applicazione della CS3D.
- La soluzione proposta, in linea con l'esigenza di adottare un approccio non settoriale, ma olistico agli obblighi di trasparenza in materia di sostenibilità, avrebbe consentito alle imprese di mantenere lo "slancio" verso la rendicontazione di sostenibilità e, nel contempo, di facilitare uno scambio informativo capace di attrarre investitori e finanziamenti. Nel sopra menzionato *position paper* si auspicava altresì l'eliminazione, ovvero la semplificazione, dell'art. 22 della CS3D sui piani di transizione diretti a garantire la compatibilità del modello di *business* con l'obiettivo della limitazione del riscaldamento globale a 1,5 C°, in quanto la relativa disciplina è considerata alquanto oscura e non coordinata.

Con riferimento alla sopra menzionata CS3D, si propone di ridurre gli oneri di verifica sulla catena di attività, prevedendo che le imprese non debbano più condurre valutazioni approfondite su tutti i *partners* commerciali, ma solo su quelli diretti (o quando esistano informazioni plausibili su potenziali impatti negativi) e riducendo la frequenza delle valutazioni periodiche e del monitoraggio dei propri partner da annuale a quinquennale, con valutazioni *ad hoc* ove necessario. Merita menzionare, inoltre, la proposta di ridurre gli oneri e gli effetti di trascinamento per le PMI e le piccole società a media capitalizzazione, limitando la quantità di informazioni che possono essere richieste nell'ambito della mappatura della catena del valore da parte delle grandi aziende; nonché di lasciare alla regolazione dei singoli Stati membri le condizioni di responsabilità civile, le quali non saranno più armonizzate a livello UE. Si prevede, infine, che i piani di transizione per la mitigazione climatica seguano le stesse regole previste per la CSRD, così da continuare a completare il quadro degli obblighi previsti da quest'ultima.

Anticipando alcuni nuclei problematici che saranno richiamati in seguito, occorre evidenziare la necessità di sottoporre le misure legislative adottate o preannunciate a livello europeo a una valutazione in termini di costi e benefici, avendo presente il rischio che le stesse possano essere percepite come "controproducenti" non soltanto per imprese ed enti, in specie inseriti in gruppi multinazionali, i quali rischiano di essere

sottoposti a una situazione di incertezza normativa e a oneri eccessivi nell'esercizio della proprie attività economiche e sociali, ma anche per i consumatori, le cui scelte devono essere preservate da ingiustificate restrizioni, senza dimenticare che siffatti oneri e misure possono essere visti come una minaccia ai principi del libero mercato e della concorrenza<sup>27</sup>.

D'altro canto, a fronte dell'esigenza di promuovere un quadro regolatorio uniforme, semplificazioni e rinvii potrebbero creare disomogeneità e asimmetrie informative suscettibili di affievolire il controllo sulle pratiche non sostenibili, di aumentare il rischio di *greenwashing* e di ridurre la "leggibilità" dei dati da parte di consumatori e investitori.

È agevole rendersi conto che gli strumenti regolatori rivolti al perseguitamento di istanze di sostenibilità – coinvolgendo la questione dei limiti alla libertà d'intrapresa economica e quella dei confini della regolazione domestica, nonostante la dimensione globale dei problemi coinvolti – incidono appieno sui complessi rapporti fra Stato e mercato, da una parte, e sui temi della sovranità statale, dall'altra; e ancora interessano fattori "idiosincratici" di natura culturale, sociale ed economica propri delle singole esperienze nazionali e perciò difficilmente soggetti ad armonizzazione<sup>28</sup>. Ed è proprio sulla base di tale considerazione che si è voluto confrontare il diverso atteggiarsi in materia di un ordinamento resistente all'innovazione, come quello italiano, rispetto a un ordinamento maggiormente dinamico, come quello francese, che è stato, fra l'altro, il primo a recepire la CSRD, con l'*Ordonnance n. 2023-1142* del 6 dicembre 2023 e il *Décret n. 2023-1394* del 30 dicembre 2023.

27 BIANCHINI M., (2024), p. 323 ss.; FERRARINI G., (2024), p. 57.

28 BIANCHINI M., (2024), p. 340 ss., ad avviso del quale non si può trascurare di considerare il ruolo della "path dependence" nella costruzione dell'intelaiatura normativa, potendo rallentare la convergenza nella *corporate governance* e nella definizione dello scopo sociale.



## 1 L'adeguamento della legislazione italiana alla spinta innovatrice di fonte UE (L. Picardi)

### 1.1 Obblighi di informazione sulla sostenibilità e doveri degli amministratori

L'analisi del quadro normativo risultante dalla legislazione euro-unitaria e dalla relativa disciplina di attuazione a livello nazionale, nonché dall'interazione di fonti di *hard law* e di *soft law*, rivela – come si è avuto modo di evidenziare<sup>29</sup> – una crescente attenzione al ruolo della finanza privata e delle imprese nel perseguitamento di interessi generali e collettivi. Si ritiene che le imprese medesime possano trarre vantaggio dalla realizzazione di obiettivi ESG in quanto ciò consenta loro di coltivare la propria reputazione e finisca per attrarre investitori e consumatori, i quali diventerebbero così «*gli arbitri e i giudici del rispetto della sostenibilità ambientale, sociale... ma anche economica*»<sup>30</sup>.

Da questa constatazione si può trarre lo spunto per tentare di offrire, in linea con le indicazioni di autorevole dottrina, «*un significato stipulativamente coerente*»<sup>31</sup> della nozione di sostenibilità, il cui valore giuridico – nell'ordinamento italiano – appare piuttosto incerto, almeno in quanto si voglia prescindere dall'aggettivo che la qualifica, contribuendo a specificarne l'ambito semantico e applicativo<sup>32</sup>. Occorre allora richiamare, in proposito, la distinzione concettuale intercorrente tra i fattori ESG, che rinviano ai temi della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*, ossia sono utilizzati per identificare interessi "altri" rispetto a quelli "egoistici" del titolare dell'attività d'impresa, e l'accezione della «*sostenibilità economico-finanziaria*» che si riferisce al

29 Si rimanda al Capitolo I «*Il contesto normativo europeo*».

30 STELLA RICHTER jr. M., (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 718 s.; Id., (2024b), *Gli scopi societari della grande impresa complessa (in particolare quotata), i vincoli giuridici e gli obiettivi economici*, in CERA M., a cura di, *Grandi imprese, sostenibilità, compliance*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, p. 4.

31 STELLA RICHTER jr. M., (2024a), *Sostenibilità e doveri, poteri e diritti degli amministratori. Riflessioni sul diritto societario nell'antropocene*, in *Riv. soc.*, p. 1082, il quale evidenzia che la parola sostenibilità, non diversamente da «altri lessemi e locuzioni collegati o collegabili ad essa» (fra i quali, responsabilità sociale di impresa, fattori ESG, *sustainability due diligence, long-termism, stakeholderism*), «è subito diventata uno slogan tanto diffuso ed esteso nella sua possibile area semantica, quanto privo di qualsiasi utile connotazione significante».

32 Si veda, al riguardo, GUIZZI G., (2024b), *La sostenibilità sub specie iuris*, in *Nuovo dir. civ.*, 3 ss., in specie 6 ss., il quale nega che la sostenibilità possa essere considerata alla stregua di un principio, poiché se – sulla base delle preziose indicazioni di IRTI N. (2024), *Sul potere planetario dell'insostenibile*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, I, p. 1035 ss. – la sostenibilità richiama già etimologicamente l'idea di un "limite", quest'ultimo non si identifica con la sostenibilità astrattamente considerata, ma attraverso il riferimento all'aggettivo che la qualifica, discorrendosi così di "sostenibilità sociale", oppure di "sostenibilità ambientale".

rapporto di compatibilità fra il perseguitamento di determinati obiettivi imprenditoriali e le risorse economiche e finanziarie disponibili<sup>33</sup>.

Si ritiene, peraltro, che tanto le dimensioni ambientale e sociale quanto quella economica siano comprese nell'idea dello sviluppo sostenibile, che scaturisce, in particolare, dall'Agenda ONU per il 2030 e dall'Accordo di Parigi sul clima e, grazie soprattutto al *Green Deal* europeo, è entrato nell'agenda politica dell'Unione, finendo per assumere rilevanza giuridica<sup>34</sup>. Giova precisare che, mentre la sostenibilità economica (o "interna") è intesa come «*sostenibilità dell'impresa nel tempo*», ovvero come «*possibilità che l'impresa conservi l'equilibrio finanziario in un orizzonte temporale (sufficientemente) lungo*», quando si parla di sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale (ossia di sostenibilità "esterna") ci si pone in una ottica per cui le «*esternalità [dell'impresa] non sono tali da pregiudicare (o, meglio, da contribuire a pregiudicare) nell'orizzonte temporale considerato gli assetti naturali, ambientali, climatici, sociali, sanitari, dei diritti civili e via discorrendo*»<sup>35</sup>. Tuttavia, approfondendo la disamina dei due concetti, si ritiene di dover respingere l'idea della necessaria coincidenza fra sostenibilità esterna e interna, ossia la tesi che sia internamente sostenibile solo l'impresa che lo sia anche esternamente; tanto è a dirsi in quanto l'esistenza di una siffatta correlazione nella realtà della singola impresa «*dipende dal contesto, normativo e di mercato, in cui essa opera*»<sup>36</sup>.

Quanto alle strategie di intervento, il diritto dello sviluppo sostenibile rivaluta, dunque, gli strumenti di mercato, gli investimenti, l'impresa e segna il superamento di precedenti impostazioni "difensive", basate principalmente sull'imposizione di limiti e divieti, nonché sulla predisposizione di interventi di diritto pubblico<sup>37</sup>. Da qui l'importanza cruciale assunta, anzitutto, dalle caratteristiche di sostenibilità degli investimenti e delle offerte commerciali, le quali sono oggetto di apposita regolazione: s'intende fare riferimento alla già menzionata Direttiva (UE) 2024/825 per quanto riguarda

33 SCOGNAMIGLIO G., (2024), *Gruppi di imprese e sostenibilità*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M. (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, 2024, p. 1279, nota 1.

34 GUIZZI G., (2024a), p. 6.

35 STELLA RICHTER jr. M., (2021), Long-termism, in *Riv. soc.*, p. 30 s.

36 ENRIQUES L., (2024), *Sostenibilità, transizione ecologica, geopolitica, "azionariato universale": gli impatti su interesse sociale e conflitto d'interessi*, in *RDS*, p. 703 ss.; Id., *Interesse sociale e conflitto d'interessi*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M. 2024, 1308, il quale – riprendendo la posizione di Stella Richter jr. – chiarisce come possa accadere «*che un'impresa non esternamente sostenibile non possa sopravvivere, vuoi perché l'ordinamento disciplina le attività dell'impresa in modo tale da precluderne la sopravvivenza in mancanza di sostenibilità esterna (ad esempio sancendo un divieto di proseguire l'attività in caso di accertata produzione di esternalità negative in eccesso rispetto a determinati limiti, sotto i quali un'impresa non è in grado di posizionarsi, in quanto ciò la renderebbe non profittevole), vuoi perché i consumatori e gli investitori (anche di debito), votando con i piedi, espellano dal mercato tale impresa*». La difficoltà di perseguire, o comunque di perseguire sempre e necessariamente, la sostenibilità ambientale (e cioè l'eliminazione o la minimizzazione delle esternalità negative sull'ecosistema) senza sacrificare la sostenibilità interna, ossia il profitto, la prospettiva di profitto o almeno la continuità aziendale, è nuovamente evidenziata da STELLA RICHTER jr. M. (2024a), *Sostenibilità e doveri, poteri e diritti*, p. 1083; Id. (2024b), *Gli scopi societari della grande impresa complessa (in particolare quotata)*. I vincoli giuridici e gli obiettivi economici, 13 ss.; sulla interrelazione (non sempre sinergica) fra sviluppo sostenibile e *long term objectives*, si veda Capitolo II, paragrafo II "L'autoregolamentazione italiana dinanzi all'impulso innovatore della normativa europea".

37 GENOVESE A. (2023), *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, Il Mulino, Bologna, p. 22; nonché STELLA RICHTER jr. M. (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence*, p. 718.

la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione.

In secondo luogo, il diritto dello sviluppo sostenibile mira a promuovere trasformazioni e investimenti di mercato mediante l'introduzione di regole e incentivi intesi a ridurre il disallineamento fra lo scopo "lucrativo" o "egoistico" della gestione delle imprese azionarie e gli obiettivi ambientali e sociali, non disgiunti da quelli economici. Sotto questo aspetto, il diritto dello sviluppo sostenibile è portatore di nuovi principi, di carattere sia aziendale, sia giuridico, riguardanti la *governance* delle imprese, in specie di quelle grandi e strutturate quali sono le imprese azionarie<sup>38</sup>. Si tratta, allora, di approfondire come il diritto unionale sia in grado di incidere sulla discrezionalità degli amministratori, sulle scelte gestorie da essi compiute e, nonostante la *Business Judgement Rule*, sul giudizio che in ordine a tali scelte si formula *ex post*.

Prima di tratteggiare alcune linee essenziali del rapporto fra sostenibilità dello sviluppo economico e *governance* dell'impresa azionaria, preme tuttavia evidenziare che, nell'evoluzione tutt'ora in corso, il legislatore europeo sembra considerare non più sufficiente l'approccio puramente di mercato, fondato sull'autodisciplina, sull'adesione volontaria a codici di condotta, sull'adozione di regole di trasparenza<sup>39</sup>, nonché di soluzioni statutarie<sup>40</sup>, che pure era stato ritenuto in dottrina maggiormente idoneo a consentire il superamento delle difficoltà insite nella ricerca di un equilibrio fra sostenibilità e profitto<sup>41</sup>. Ne deriva, come vedremo, un *favor* verso una disciplina di fonte primaria, dotata di carattere di imperatività, sanzionabile mediante il ricorso congiunto a strumenti di *public* e *private enforcement*. Il cambiamento registrato in Europa non è dovuto, tuttavia, al venir meno dell'obiettivo di promuovere una «*adesione endogena, basata su aspettative reciproche e preferenze attivate dall'idea di accordo possibile tra gli stakeholder*»<sup>42</sup>, ma alla presa di coscienza che è illusorio puntare sui soli strumenti di *soft law* per generare motivazioni e incentivi per l'attuazione di un modello di impresa socialmente responsabile. Nel quadro dei principi generali di *corporate governance*, la legge assolve alla fondamentale funzione di costituire il perno istituzionale di un sistema di aspettative reciproche, risultante da un «*accordo collettivo su ampia scala, che può essere inteso come un "patto sociale" sul modello di impresa europeo*»<sup>43</sup>.

38 GENOVESE A. (2023), *La gestione ecosostenibile*, p. 23.

39 La centralità dell'obiettivo di aumentare la trasparenza e la connessa fiducia, inizialmente manifestata dalle istituzioni europee, nella capacità del mercato di orientare in modo efficiente il comportamento di tutti gli attori, erano evidenziate da DENOZZA F. (2015), *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Rivista ODC*, p. 11, il quale aggiungeva che, «*in questa prospettiva, il problema principale sembra essere semplicemente quello di evitare che gli attori riescano a nascondere, o per lo meno a rendere opachi, i propri comportamenti, riuscendo in tale modo a sottrarsi alle pressioni del mercato*».

40 VENTORUZZO M. (2024a), *Uno sguardo d'insieme alla CS3D*, cie., p. 448.

41 MONTALENTI P. (2022), *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in MONTALENTI P., NOTARI M. (a cura di), *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, p. 13 ss., in specie, p. 34 s., ad avviso del quale sarebbe stato «*preferibile, con riferimento all'ordinamento italiano e al diritto europeo, piuttosto che procedere con interventi normativi, proseguire con una attenta valutazione dell'attuazione delle regole di soft law, in particolare del Codice di Corporate Governance e con una approfondita analisi dell'applicazione concreta delle norme già vigenti in altri ordinamenti*».

42 RESCIGNO M. (2023), *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, p. 653.

43 RESCIGNO M. (2023), *ivi*.

Con riguardo alla dimensione propriamente societaria, si nota, del resto, come l'intervento normativo dell'Unione europea, impeniato sulla tutela dell'azionariato, dell'informazione, del controllo dei *managers*, non sia affatto appiattito sul versante "neo-liberista"<sup>44</sup>. Siffatto orientamento riflette, d'altronde, il nuovo paradigma macroeconomico di riferimento della stessa Unione, che si collega all'economia sociale, sia pure di mercato, piuttosto che al liberismo puro<sup>45</sup>.

L'imponente sforzo regolatorio compiuto dal legislatore europeo è parso inizialmente rivolto verso una prospettiva di *long term* e di perseguimento di strategie *profit oriented*, ma capace, nel contempo, di tenere conto degli interessi degli *stakeholders*, secondo una visione improntata a una forma di "istituzionalismo debole" o di "neo-istituzionalismo"<sup>46</sup>.

Costituisce testimonianza di tale approccio la Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la Direttiva (CE) 2007/36 per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (cosiddetta "SHRD II"). Da tale atto normativo emerge un netto favore del diritto europeo, evidente già nella rubrica della Direttiva e sotteso alla scelta di potenziare il ruolo dei soci, verso una prospettiva di lungo periodo, dando per scontato che quest'ultimo sia migliore del breve<sup>47</sup>.

Con specifico riferimento alla politica di impegno degli investitori istituzionali e dei «*gestori di attivi*» nei confronti delle società partecipate – che rappresenta uno degli obiettivi specifici della SHRD II, sebbene non in una prospettiva inderogabile, ma nell'ambito dell'usuale quadro "comply or explain" – giova ricordare che la stessa politica è efficacemente illustrata nel *Considerando 14*, dove si legge che «*un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basate su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e portatori di interesse*». È interessante sotto il profilo dell'attribuzione di un qualche non irrilevante ruolo agli *stakeholders* il passaggio nel quale si afferma che «*il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti*,

44 GENOVESE A. (2023), *La gestione ecosostenibile*, p. 5 e *passim*; sull'esigenza di superare i problemi creati dalla teoria neoliberale dello *shareholder value* e sulla connessa primazia dei meccanismi di mercato, DENOZZA F. (2023), *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali*, in *Rivista ODC*, in specie p. 599 ss.

45 ROSSI S. (2021), *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista ODC*, p. 107, la quale osserva che la prospettiva della sostenibilità si collega, storicamente e concettualmente, alle teorie della *Corporate Social Responsibility*, le quali «*sono state spesso considerate un correttivo del modello di sviluppo capitalistico o il segnale di un possibile recupero dei principi dell'economia sociale di mercato, non foss'altro per la comunanza di valori e obiettivi e la loro ricezione nei principi che ispirano l'azione dell'UE* (v. artt. 11 ss. T.F.U.E.)».

46 MONTALENTI P. (2018), *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, p. 313 s.; ID., (2024), *La "rivoluzione" ESG*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M. (a cura di), *La s.p.a. della sostenibilità e della transizione ecologica*, (2024), t. II, p. 747.

47 Osserva peraltro DENOZZA F. (2015), *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, p. 8 ss., che l'opzione dell'Unione europea per il lungo periodo (che si dà "per scontato" sia meglio del breve) avrebbe potuto in astratto legittimare l'autorità a sostituirsi al mercato e a imporre direttamente il raggiungimento di obiettivi protesi verso visioni di lungo termine. E tuttavia le iniziative degli organi europei sfociate, fra l'altro, nella CS3D non sembrano essere andate «*nella direzione di un energico intervento di sovrapposizione, o di rigido indirizzo del mercato*».

*nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un impegno più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».*

E ancora, rileva ai nostri fini l'art. 3-octies, comma 1, lett. d), là dove richiede agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi di comunicare al pubblico le politiche di impegno in tema di risultati finanziari e non finanziari, di impatto sociale e ambientale e di governo societario. Si prevede, altresì, che le politiche di remunerazione degli amministratori di società quotate contribuiscano, oltre che alla strategia aziendale, «agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società» (art. 9-bis, paragrafo 1).

Le innovazioni proposte dalla SHRD II sono state pressoché integralmente accolte dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, che vi ha dato attuazione nel nostro ordinamento nell'ambito del TUF. Successivamente la disciplina interna è stata completata con i regolamenti Consob. Il quadro normativo nazionale prevede specifiche disposizioni riguardanti l'identificazione degli azionisti (art. 83-duodecies, TUF), le indicazioni sugli «interessi a lungo termine» e sulla «sostenibilità della società» da inserire nella Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti (art. 123-ter, comma 3-bis, TUF), nonché l'intera sezione sulla Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto (Sezione I-ter, da art. 124-quater ad art. 124-novies, TUF). Sono previsti obblighi di informazione sul comportamento di voto e sul ricorso ai servizi di consulenza in materia di voto (art. 124-quinquies, comma 2, TUF), si introducono la disciplina in materia di strategie di investimento degli investitori istituzionali (art. 124-sexies, TUF), nonché disposizioni in tema di trasparenza dei consulenti in materia di voto (art. 124-octies, TUF).

Di particolare interesse per i profili qui in esame è la possibilità di riconnettere, con deliberazione assembleare vincolante (art. 123-ter, comma 3-ter, TUF), una parte della eventuale remunerazione variabile degli amministratori alla tutela di interessi esterni alla società, riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale<sup>48</sup>.

Ben più incisivo sotto il profilo dei vincoli di ecosostenibilità della gestione dell'impresa azionaria è il già ricordato contesto normativo che emerge dal Regolamento Tassonomia – il quale costituisce, a sua volta, la base della nozione di *Green Bonds* di cui al Regolamento (UE) 2023/2631 –, nonché dalla CSRD, recepita in Italia con il già citato d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, di recente modificato dalla legge 8 agosto 2025, n. 118, che recepisce, fra le altre misure previste, la Direttiva (UE) 2025/794 (cosiddetta *"Stop the Clock"*)<sup>49</sup>. A ben vedere, questi atti legislativi concorrono a delineare una nozione normativa di sostenibilità sociale e ambientale dell'impresa, in grado di limitare le preferenze dei soci e la discrezionalità degli amministratori.

48 CAPELLI I. (2023), *Le politiche di remunerazione degli amministratori nelle società quotate tra la massimizzazione del valore per gli azionisti e il perseguitamento della sostenibilità ambientale e sociale: un percorso ancora agli inizi*, in *Rivista ODC*, p. 755 ss.

49 La sopra menzionata legge n. 184 del 2025, di conversione del decreto-legge 30 giugno 2025, n. 95 (cosiddetto decreto *Omnibus*), recepisce, dunque, nel nostro ordinamento le istanze di differimento dell'applicazione degli obblighi di pubblicazione del rendiconto di sostenibilità, emerse (accanto all'intento di riduzione del perimetro delle società che vi sono obbligate) in ambito europeo.

Il Regolamento Tassonomia stabilisce le priorità della finanza sostenibile con riguardo all'impatto ambientale degli investimenti e, pur non riferendosi direttamente alla *governance* delle imprese azionarie, assume rilievo nell'ambito di quest'ultima. Infatti, l'art. 8 del Regolamento in esame impone alle imprese (industriali o finanziarie) che rientrano nella sfera di operatività della SFRD di dichiarare al mercato la quota del fatturato derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche sostenibili, nonché la quota dei loro investimenti totali e delle loro spese relative ad attività o a processi associati ad attività ecosostenibili in base al medesimo Regolamento<sup>50</sup>.

Trattandosi di un regolamento quadro, è la regolazione delegata a specificare e implementare i criteri di vaglio tecnico (*screening criteria*) idonei a determinare a quali condizioni una determinata attività contribuisce in maniera sostanziale a un primario obiettivo ambientale (nell'ambito di quelli individuati dal Regolamento) e a quali condizioni una determinata attività economica arreca, invece, un pregiudizio significativo al raggiungimento degli altri obiettivi di sostenibilità<sup>51</sup>.

Per le ragioni testé evidenziate, il Regolamento Tassonomia inerisce anche al complesso di norme di cui si compone la disciplina delle informazioni non finanziarie, o, per usare l'attuale terminologia legislativa, della rendicontazione di sostenibilità, fiendo per assumere rilevanza sul piano della trasparenza ESG, la quale è considerata dalla Commissione europea suscettibile di avere ripercussioni anche sulla gestione delle società e capace, per tale via, di produrre benefici di sistema<sup>52</sup>.

Si tratta, dunque, di un intervento normativo su base regolamentare destinato ad affiancarsi alla rendicontazione di sostenibilità e in grado di concorrere con quest'ultima nel porre in capo agli amministratori doveri non solo informativi, a beneficio dei soci e creditori della società, ma connessi altresì all'assunzione delle scelte gestorie, con particolare riguardo all'esercizio dell'attività d'impresa sui temi ambientali<sup>53</sup>. E infatti, una lettura in chiave sistematica della disciplina in tema di rendicontazione di sostenibilità conduce a ritenere che la CSRD e la relativa disciplina di recepimento, anche se mirano certamente a soddisfare le esigenze di informazione ESG degli investitori (e, più in generale, dei finanziatori della società), non possono essere inquadrare solo in termini di incremento dell'efficienza del mercato dei capitali. Le finalità complessive della rendicontazione di sostenibilità vanno oltre gli obiettivi di mitigazione delle asimmetrie informative connesse all'investimento ESG e rispondono a

50 GENOVESE A. (2023), *La gestione ecosostenibile*, p. 87, p. 114 ss. I nuovi criteri di vaglio tecnico del Regolamento Tassonomia sono ora dettagliati e integrati dal Regolamento delegato (UE) 2023/2486, che modifica il precedente regolamento delegato (UE) 2021/2178.

51 GENOVESE A. (2023), *ivi*, p. 79.

52 Si veda, per un'accurata analisi della disciplina dell'informazione non finanziaria vista nel suo divenire, RESCIGNO M., *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria*, cit., in specie p. 632 ss., dove particolare attenzione è riservata alla Comunicazione UE (2017/C215/02), sulla metodologia per la comunicazione di informazioni non finanziarie, nella quale si fa riferimento a una serie di standard (nazionali, internazionali e unionali) che affrontano anche le tematiche ESG e quelle inerenti alla sostenibilità, nonché alla Comunicazione UE (2019/C209/01), sulle informazioni di carattere non finanziario riferite al clima, dalla quale emerge la doppia rilevanza della sostenibilità "climatico-ambientale" dell'impresa, sia in termini di rilevanza finanziaria, ossia di incidenza sul valore dell'impresa, sia sul piano ambientale e sociale, e dunque rivolta ai cittadini, ai consumatori, ai dipendenti, ai *partner* commerciali, alle comunità e alle organizzazioni della società civile.

53 RESCIGNO M. (2023), p. 636.

un indirizzo di politica industriale della sostenibilità che supera la dimensione finanziaria del fenomeno<sup>54</sup>.

Sul piano della gestione dell'impresa societaria, la disciplina ha un valenza duplice: da un lato, è diretta a migliorare il governo dei rischi e le opportunità di sviluppo sostenibile da parte della società e nel miglior interesse dei suoi *stakeholders*, dall'altro, impone di rafforzare presidi organizzativi di tracciamento e di *accountability* funzionali al governo dei rischi fisici e regolamentari legati al *climate change*, che costituiscono, a loro volta, il presupposto per conservare il patrimonio e l'attività della società.

Ma vi è un passaggio ulteriore che merita di essere sottolineato. La regolazione in esame, in quanto tende a mitigare il rischio sistematico derivante dal disallineamento fra le strategie imprenditoriali e le politiche pubbliche per la transizione ecologica e sostenibile, riconosce e valorizza interessi esterni all'impresa e consolida obblighi di corretta gestione imprenditoriale sottratti alla disponibilità dei soci e destinati a imporsi agli amministratori. Costoro devono dotare la società di assetti organizzativi idonei non solo a tracciare, ma anche a governare rischi e opportunità legate alla transizione ecologica e alla tutela dei diritti umani (nella catena del valore), nell'interesse della società, dei soci e dei creditori. Da qui la necessità che gli amministratori svolgano le proprie funzioni gestorie impiegando le informazioni di sostenibilità restituite dal rendiconto e la relativa trasparenza per il mercato. Occorre altresì che la composizione e la struttura dell'organo di amministrazione della società siano adeguate all'assolvimento di siffatte prestazioni e che l'organo medesimo sia dotato di competenze sui temi della sostenibilità rilevanti ai fini del rendiconto e quindi per la società stessa<sup>55</sup>. Allo stesso tempo, la mancata predisposizione di un assetto organizzativo idoneo a monitorare e ad accrescere la resilienza della società dinanzi alle conseguenze fisiche e regolamentari del *climate change* potrà esporre gli amministratori a responsabilità verso la società medesima, i suoi soci e i suoi creditori<sup>56</sup>.

La volontà di incidere sulle *policies* in tema di sostenibilità ambientale e sociale delle imprese si coglie con particolare evidenza dall'esame della CS3D, che supera l'ipotesi di assunzione meramente "volontaria" di funzioni consistenti nella riduzione delle esternalità negative e nell'incremento di quelle positive connesse all'attività imprenditoriale<sup>57</sup>. Si riscontra un pervasivo impianto normativo rivolto ad attribuire a

54 Ad avviso della stessa Commissione, la trasparenza ESG può migliorare l'individuazione e la gestione dei rischi di sostenibilità mediante un'evoluzione dei modelli organizzativi e di business delle imprese, favorire l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese più impegnate nella transizione ecologica, contribuire all'efficace monitoraggio delle misure pubbliche per la transizione ecologica, contribuire alla gestione di alcuni rischi di tipo sistematico (rischi per la stabilità finanziaria in una dimensione macroeconomica) correlati ai rischi climatici, fisici e di transizione, e alle pratiche di *greenwashing* finanziario.

55 Si veda sul tema, GENOVESE A. (2025), *Rendiconto di sostenibilità e gestione sostenibile dell'impresa azionaria (anche di gruppo)*, in EAD, a cura di, *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, cit., in specie p. 194 s.

56 Si veda, ancora, GENOVESE A. (2025), p. 198 ss.

57 ANGELICI C., (2018), *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in Riv. soc., p. 7 ss.; si veda pure U. TOMBARI (2018), *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società"*, in MONTALENTI P., NOTARI M., a cura di, *La nuova società quotata: Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, p. 37 ss.

imprese ed enti privati compiti di vigilanza e difesa di istanze sociali e ambientali che travalicano i confini della *Gesellschaft* e riguardano la *Gemeinschaft*<sup>58</sup>.

La CS3D sembra accentuare la proceduralizzazione dell'azione degli amministratori e tendere, mediante la cooperazione degli attori coinvolti, ad attenuare sotto tale aspetto elementi di incertezza del mercato e a razionalizzare il rischio d'impresa, nel cui alveo sono fondamentalmente ricondotti gli impatti negativi sulla salvaguardia dei diritti umani e sull'ambiente<sup>59</sup>.

In questa prospettiva, l'obbligo per la società di adottare «*misure adeguate*» per individuare e valutare (art. 8), prevenire e arrestare (art. 10), arrestare o minimizzare (art. 11) e, laddove effettivamente prodotti, riparare (art. 12) gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente, causati dalla propria attività, può essere assolto mediante la predisposizione di assetti adeguati, in conformità, per quanto riguarda l'ordinamento italiano, dell'art. 2086 c.c.

Ne discendono alcune conseguenze di particolare rilievo sistematico. La creazione e la cura di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili, da espresione della diligenza dei gestori, diviene l'oggetto di un dovere autonomo, richiesto da una norma che regola in chiave oggettiva la funzione di chi gestisce un'impresa<sup>60</sup>. In prospettiva analoga, la «*diligenza dovuta*», da misura dello sforzo profuso nell'adempimento di una prestazione contrattuale, costituisce l'oggetto di un obbligo da adempiere per se stesso<sup>61</sup>.

Sul piano funzionale, la predisposizione di idonei presidi organizzativi per la rilevazione dei possibili impatti avversi dell'attività d'impresa e la mappatura dei rischi ai quali la stessa è sotto tale aspetto esposta, è rivolta a conciliare il perseguitamento di

58 Si riprende la felice correlazione fra "sostenibilità della *Gesellschaft*" e "sostenibilità nella *Gemeinshaft*" proposta da ABRIANI N., SCHNEIDER G., (2021), *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, Il Mulino, Bologna, p. 245 s., i quali, a proposito della nozione di governo sostenibile della tecnologia", inteso quale risultato della traslazione dell'obiettivo del successo sostenibile sulla tecnologia societaria, ritengono che lo stesso «*trascende la dimensione della mera compliance ai parametri normativi, giungendo a imporre all'organo amministrativo un utilizzo delle tecnologie societarie in modo da arrecare il minor danno possibile alle categorie di soggetti potenzialmente coinvolte*».

59 Si veda ENRIQUES L., GATTI M., SHAPIRA R. (2025), *How the EU's Sustainability Due Diligence Directive Could reshape Corporate America*, ECGI Law Working Paper N° 81772025, reperibile sul sito [http://ssrn.com/abstract\\_id=5083571](http://ssrn.com/abstract_id=5083571), p. 8, dove la notazione che «*the CS3D changes the nature of human rights and climate issues from largely discretionary issues to central legal risks*».

60 SPOLIDORO M.S. (2019), *Note critiche sulla gestione dell'impresa nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, p. 261, il quale pone in luce che, al di là della relazione contrattuale dei gestori «*con la società o l'ente a cui si imputa l'impresa, la norma tutela insomma anche la posizione, i diritti e gli interessi di molti altri soggetti operanti sul mercato, diversi dall'impresa societaria o collettiva*».

61 STELLA RICHTER, jr. M. (2022), *Corporate Sustainability Due Diligence*, p. 720, il quale segnala la distanza che separa il dovere di diligenza o, meglio, la diligenza dovuta o richiesta evocata dalla CS3D – sin dalla intitolazione e poi nel testo con formule «*assai ellittiche*» – e lo standard di diligenza nel nostro diritto civile, là dove è la cura richiesta al debitore nell'adempimento delle obbligazioni in conformità dell'art. 1176 del codice civile. Nella Direttiva in parola, dunque, la dovuta diligenza «*non è modalità di adempimento dell'obbligo, ma è oggetto del dovere*».

interessi eminentemente endosocietari – che oggi tendono a essere racchiusi nella formula del "successo sostenibile"<sup>62</sup> – con la "considerazione" di interessi "esterni" riconducibili alla sostenibilità<sup>63</sup>.

Può dunque dirsi che la regolazione euro-unitaria in tema di sviluppo sostenibile presuppone doveri di corretta gestione imprenditoriale della società, i quali nell'ordinamento italiano sono specificati, fra l'altro, dagli artt. 9 e 41 della Costituzione<sup>64</sup>, destinati a trovare applicazione a tutte le imprese; diversamente da altre fonti, di diverso rango e rilevanza, aventi (come si è avuto modo di illustrare)<sup>65</sup> un differente, specifico ambito applicativo<sup>66</sup>.

L'introduzione di regole procedurali e di obblighi a contenuto specifico riduce, ma non annulla del tutto, i margini della discrezionalità gestoria, pur consentendo un più penetrante sindacato da parte del giudice. E invero, se la competenza gestoria riservata agli amministratori ex art. 2380 bis c.c. si arricchisce di iniziative di mitigazione e di adattamento del rischio al cambiamento climatico e alle questioni di sostenibilità ambientale e sociale, s'incide sulla discrezionalità del loro agire funzionale e si restringono i margini di operatività della *Business Judgement Rule*<sup>67</sup>. D'altro canto, si è evidenziato come un intervento sulla disciplina dell'impresa, tale da consentire «*un controllo della discrezionalità imprenditoriale, legata alla sostenibilità delle scelte gestionali compiute*» non sia affatto «*incompatibile con il modello di un'economia di mercato ben funzionante*»<sup>68</sup>.

## 1.2 L'eventuale esigenza di un ripensamento dello scopo sociale

La ricognizione finora svolta conduce a evidenziare l'esistenza di una cornice normativa, composta da fonti di diverso rango e rilevanza, capace di delineare parametri di sostenibilità ambientale e anche sociale dell'impresa. Si pone, dunque, l'interrogativo se il più spiccato coinvolgimento delle imprese nel processo di transizione ecologica e sociale dell'economia sia destinato a condurre a una "torsione" dello scopo sociale in una prospettiva *stakeholder-oriented*.

62 V. Capitolo II, Paragrafo 2 «*L'autoregolamentazione italiana dinanzi all'impulso innovatore della normativa europea*».

63 Si veda in tal senso, PERRINO M. (2024), *Adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e contabile e doveri degli imprenditori e degli amministratori*, in P. MARCHETTI, S.P. ROSSI, G. STRAMPELLI, F. URBANI, M. VENTORUZZO (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica*, cit., II, p. 1066.

64 CERRATO S.A. (2022), *Appunti per una "via italiana" all'ESG: l'impresa "costituzionalmente solidale" (anche alla luce dei "nuovi" artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. dell'econ.*, p. 63 ss.

65 Si veda in precedenza Capitolo I, «*Il contesto normativo europeo*».

66 GENOVESE A. (2023), *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, p. 108.

67 GENOVESE A., (2023), p. 131 ss.; EAD., (2025), *Rendiconto di sostenibilità e gestione sostenibile*, p. 199.

68 LIBERTINI M. (2023), *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, p. 62 s., il quale aggiunge opportunamente che l'introduzione di «*un'innovazione così radicale*» quale quella destinata a gravare sulle imprese per effetto dell'approvazione della CS3D solleva, tuttavia, preoccupazioni di sostenibilità economica e di svantaggio competitivo a carico delle imprese dell'Unione europea che devono misurarsi con quelle di ordinamenti che non prevedono regole altrettanto significative.

Sviluppando la prospettiva testé enunciata, vale la pena di domandarsi, in particolare, se la previsione di un modello europeo di *corporate due diligence*, accompagnato dalla previsione di un regime di responsabilità "extraterritoriale" in relazione all'intera catena di attività, in funzione della prevenzione, riduzione o eliminazione dell'impatto negativo sui diritti umani e sull'ambiente, implica o riflette un orientamento dello scopo della società verso istanze di *stakeholderism*, o comunque di salvaguardia di interessi collettivi.

La novità e l'attualità della normazione euro-unitaria consistono nella costruzione di un quadro disciplinare che non si risolve nella mera enunciazione di doveri di prevenzione e mitigazione di siffatti impatti negativi, ma tende a conformare l'agire degli amministratori al fine di garantire maggiore effettività e compiutezza al conseguimento di obiettivi di sostenibilità nella conduzione dell'impresa; risultato, questo, che l'astratta potenzialità dell'intervento precettivo dello Stato non è in grado di realizzare pienamente<sup>69</sup>.

Occorre tuttavia confrontarsi con la tesi secondo cui non si può giungere ad affermare che la strategia normativa sottesa alla CS3D, non diversamente che alla CSRD, modifichi, in senso *stakeholder-oriented*, la *governance* interna della società azionaria e/o i canoni deontici alla stregua dei quali valutare il corretto (e, dunque, legittimo) esercizio della discrezionalità gestoria<sup>70</sup>.

Una siffatta radicale modifica della "classica" ripartizione dei compiti fra Stato e mercato comporterebbe, fra l'altro, due ordini di ricadute difficilmente giustificabili: da un lato, finirebbe per affidare all'agire discrezionale degli amministratori la determinazione del "bene comune", che dovrebbe spettare invece a legislatori democraticamente eletti dai cittadini e chiamati a imporre vincoli imperativi all'iniziativa imprenditoriale, dall'altro, aprirebbe la strada a una ipotetica «*public-benefit judgement rule*» (intesa a misurare l'idoneità dell'azione gestoria rispetto al raggiungimento di obiettivi di beneficio comune), la quale non potrebbe essere attuata mancando qualsivoglia misurazione oggettiva del "bene comune" che non sia quella dei decisori pubblici<sup>71</sup>.

69 Vale la pena di richiamare al riguardo le considerazioni di MAYER C., (2024), *The profit and purpose of a corporation*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità*, cit., t. I, p. 65, secondo cui il bilanciamento fra i confliggenti interessi coinvolti dall'attività delle imprese spetterebbe a governi e legislatori democraticamente eletti, i quali «*cannot possibly do this*», anche alla luce dell'evoluzione tecnologica e della digitalizzazione.

70 BARCELLONA E., (2022), *Shareholderism versus stakeholderism*, in specie p. 185 ss.

71 Si vedano le stringenti osservazioni di E. BARCELLONA, (2022), p. 168; diversamente orientato pare essere, invece, MARCHETTI P., *Dal convegno del 1966 ad oggi: evoluzione della società per azioni*, in MARCHETTI P., ROSSI S.P., STRAMPELLI G., URBANI F., VENTORUZZO M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità*, cit., t. I, cit., p. 27, il quale giudica «*inaccettabile [...] la critica per cui con la lettura ESG della funzione della società per azioni, indebitamente si liberebbe lo Stato dai suoi compiti specifici. È naturale (si pensi alle norme sulla sicurezza sul lavoro) che lo Stato detti dei macro obiettivi, imponendo poi regole di comportamento che spetta ai soggetti che hanno occasione di interferire, confrontarsi con il bene primario protetto, articolare*», ponendosi, semmai, il problema "della misura".

Ne discende che il sistema mantiene una sua possibile coerenza solo se tiene distinto il piano del perseguitamento del profitto, che resta pur sempre l'elemento caratterizzante lo scopo della società, da quello del rispetto degli interessi degli *stakeholders*, così come definito e imposto dalla regolazione imperativa.

Alla luce degli esiti della riflessione testé richiamata sembra che una soluzione al problema dell'incidenza della disciplina unionale sullo scopo della società possa essere ricercata nella concezione incline a ricostruire l'interesse sociale in chiave procedimentale<sup>72</sup>, ossia in un'ottica che demanda agli amministratori il compito di «prendere in considerazione gli interessi degli stakeholders»<sup>73</sup> e, laddove sia possibile, comporli con l'interesse alla massimizzazione del valore dell'investimento dei soci<sup>74</sup>.

Da questo angolo visuale, ferma restando la "legittimità" dello scopo *profit-oriented*, pare di poter dire che lo scopo sociale finisce per essere quello che gli amministratori, nell'esercizio della competenza gestoria loro riservata, riterranno di identificare all'esito di un procedimento di individuazione e composizione delle diverse istanze coinvolte, quali emergono anche dal confronto con gli *stakeholders*. Ne discende che la considerazione degli interessi capaci di orientare la conduzione dell'impresa «anche in senso socialmente sostenibile», pur non rappresentando un obiettivo specifico dell'azione degli amministratori, si configura quale limite giuridicamente rilevante, ancorché "esterno", alla loro sfera di discrezionalità<sup>75</sup>.

È significativo che la CS3D, nell'accentuare il cosiddetto *multistakeholders approach*, dopo avere previsto che gli Stati membri provvedano a che le società adottino misure adeguate per dialogare efficacemente con i portatori di interessi, impone alle società medesime di fornire a questi ultimi informazioni pertinenti e complete al fine di svolgere consultazioni efficaci e trasparenti, precisando, altresì, le diverse fasi del processo di attuazione del dovere di diligenza mediante le quali detta consultazione deve avere luogo (art. 14). L'intervento dei diversi portatori di interesse è rafforzato dalla previsione di meccanismi per il trattamento dei reclami, sanciti dall'art. 14, che consentono a enti e persone interessati di segnalare eventuali lacune e inefficienze nelle politiche di individuazione, prevenzione o eliminazione degli impatti negativi sulla protezione dei diritti umani e sull'ambiente causati dall'attività della società, delle controllate o dei *partner* commerciali inseriti nella catena produttiva. Può trarsi da tali disposizioni un'ulteriore importante indicazione secondo cui il principio di sostenibilità – già desumibile dalla trasparenza obbligatoria sui fattori ESG – incide in senso rifor-

72 In tal senso, GUIZZI G., (2017), *Interesse sociale e governance delle società pubbliche*, in Id., a cura di, *La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, p. 8; Id., (2024a), *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Francis Lefebvre, Milano, 2014, p. 27 ss.

73 TOMBARI U., (2021), *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"*, in *Riv. soc.*, p. 1 ss.

74 Si veda, in particolare, CALVOSA L., (2022) *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, p. 321 ss.

75 Si veda, ancora, GUIZZI G., (2023), *Modelli, composizione e nomina degli organi di amministrazione e controllo nelle società quotate*, in MONTALENTI P., NOTARI M. a cura di, *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, Atti del Convegno, Courmayeur, 23-24 settembre 2022, Francis Lefebvre, Milano, p. 215.

matore sul canone deontico della discrezionalità gestoria degli amministratori di società<sup>76</sup>. Ne consegue che nella scelta delle strategie e delle linee di produzione, così come nella selezione dei propri *partner* commerciali, l'impresa esercitata in forma societaria, per il tramite dei propri amministratori, dovrà adottare quelle soluzioni che oltre a essere finanziariamente compatibili con lo scopo lucrativo, siano anche capaci di arrecare il minor detimento possibile all'ambiente e alla tutela dei diritti umani<sup>77</sup>.

## 2 L'autoregolamentazione italiana dinanzi all'impulso innovatore della normativa europea (G. Mollo)

### 2.1 Orizzonte temporale e scelte gestorie

La gestione dell'impresa orientata a breve termine, secondo certa teoria<sup>78</sup>, non consente una soluzione positiva alle questioni ambientali e, più in generale, alle questioni di sostenibilità. La soluzione dei problemi ambientali impone ingenti investimenti da parte delle imprese i cui ritorni sono ipotizzabili solo in un'ottica di lungo periodo che, intrinsecamente, si connota per un elevato grado di incertezza. Perseguire gli obiettivi di sostenibilità implica la necessità per l'impresa di operare in un orizzonte temporale lungo, che determina, ovviamente, il sacrificio degli utili nel breve periodo. Gli investimenti sostenibili, infatti, non sono in grado di generare ritorni economici nell'immediato, conseguentemente, sono meno attrattivi per l'investitore privato, il quale preferisce investire in attività con ritorni immediati<sup>79</sup>. Per tale ragione risulta necessario, allo stesso tempo, perseguire la massimizzazione della finanza pubblica e l'attrazione di quella privata, poiché l'investimento pubblico accresce la fiducia di quello privato, favorendo investimenti di lungo periodo<sup>80</sup>.

Diversamente, si è sostenuto<sup>81</sup> che nel diritto societario e nel diritto dei mercati dei capitali, la nozione di *short-termism* è particolarmente inadeguata. Per quanto riguarda le azioni, il loro valore è determinato con riferimento al lungo termine e al

76 GENOVESE A., (2025), p. 210.

77 LIBERTINI M., (2023), *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, p. 67 s.

78 EY, (2020), *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, p. 23, reperibile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>; DENOZZA F., (2021), *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, p. 303, che così scrive: «Ciò premesso, a me sembra che un atteggiamento che valuta l'immediato guadagno in una maniera destinata a rivelarsi eccessivamente elevata, e la futura perdita in una maniera destinata rivelarsi eccessivamente bassa, ben possa essere qualificato come un atteggiamento eccessivamente orientato al breve termine. Questa (short-termism come una delle principali cause immediate della crisi) è l'interpretazione del fenomeno che è stata data dall'Unione Europea e francamente credo che sia l'interpretazione di gran lunga più accettabile. L'Unione, però, oltre ad avere individuato lo short-termism come causa (concausa) della crisi, ha allargato l'orizzonte, concettualizzando come frutti di short-termism una serie ampia di fenomeni negativi, che vanno dalla distruzione dell'ambiente alla riduzione degli investimenti in ricerca sviluppo».

79 COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, alla Banca Centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 2018, 4, rep. al seguente indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>.

80 *Ibidem*.

81 AA. Vv., (2020) *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, in *Nordic & European Company Law, Research Paper Series No. 20-12, passim*.

loro rendimento in quel momento. Non c'è alcuno *short-termism* a fondamento dell'investimento, poiché esso è sempre fatto in vista del lungo periodo, ma c'è il rischio, l'incertezza, e, di conseguenza, gli amministratori della società possono non riuscire a prevedere correttamente le conseguenze a lungo termine delle loro decisioni. L'assunzione di una decisione che ha un effetto indesiderato o non voluto, però, non costituisce necessariamente la prova che gli amministratori siano stati influenzati dal loro orientamento al breve termine, potrebbe essere solo un "onesto fallimento" nel valutare i molti rischi connessi a quella decisione. Per questa ragione in molti ordinamenti, in conformità alla *Business Judgement Rule*, non si ritengono gli amministratori responsabili per tale "onesto fallimento". Se, d'altra parte, conclude tale interpretazione, si scopre che hanno agito senza tenere in debito conto le prevedibili conseguenze a lungo termine delle loro azioni, essi saranno ritenuti responsabili.

Con riferimento in particolare all'ordinamento italiano, è stato evidenziato<sup>82</sup> che l'orizzonte temporale in cui si colloca la gestione assume valore diverso per i soci e gli amministratori. La durata della società è liberamente determinata dai soci, i quali possono fissare un orizzonte lungo ma anche uno breve. Inoltre, gli stessi soci possono in qualsiasi momento, con le dovute maggioranze, deliberare lo scioglimento anticipato della società. Da tale premessa consegue logicamente che gli orizzonti temporali sono concetti relativi alla durata della società<sup>83</sup>. Invece, per gli amministratori l'orizzonte temporale in relazione al quale devono esercitare il proprio mandato è dato e coincide con la durata della società fissata dai soci.

Nel caso in cui sia stata fissata una durata breve la questione dell'orizzonte temporale non si pone. Allo stesso modo non si pone nel caso in cui la società sia strutturata su una durata lunga o lunghissima<sup>84</sup>. Ma per gli amministratori l'orizzonte temporale nel quale collocare la loro azione è un dato, ed è nel corretto esercizio del loro mandato far sì che il risultato della loro gestione di breve periodo costituisca un "successo sostenibile". Ciò trova conferma nei principi di redazione del bilancio di cui all'art. 2423-bis c.c. in forza dei quali la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva di continuazione dell'attività; è possibile indicare esclusivamente utili realizzati alla chiusura dell'esercizio; si deve tener conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, anche se conosciuti dopo la chiusura di questo<sup>85</sup>. «*Il sistema normativo concernente gli obblighi organizzativi dell'imprenditore collettivo in tema di rilevazione tempestiva dello stato di crisi, per quanto attiene in particolare alle società di capitali, è volto essenzialmente a consentire una valutazione dello stato di salute dell'impresa, e quindi alla stima: a) del prevedibile andamento aziendale, b) della sostenibilità del debito, c) dell'equilibrio economico-finanziario, e, in sintesi, d) della continuità aziendale, che si pone al vertice della valutazione del rischio di crisi aziendale. [...] La gestione corretta dell'impresa deve assicurare che l'attività non*

82 Sul tema si veda, diffusamente, STELLA RICHTER JR. M., (2021), *Long-termism*, in *Riv. soc.*, p. 16 ss.

83 STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 35.

84 STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 36.

85 BUSSOLETTI M. e DE BIASI P., (2004), *sub art. 2423-bis*, in *Società di capitali, commentario a cura di Niccolini G. e Stagno d'Alcontres A.*, Jovene, Napoli, 2°, p. 993, «*In certo modo l'ipotesi che l'attività d'azienda continui è la premessa maggiore di tutte le ipotesi esposte in via di sintesi dalle poste di bilancio, in quanto quelle incerte acquistano valore in funzione della loro strumentalità alla produzione [...]».*

*intacchi l'integrità e il valore del patrimonio sociale e quindi, in primo luogo, che la gestione operativa consenta un equilibrato rapporto tra ricavi e costi. La gestione dei rischi è un aspetto fondamentale della conduzione di ogni impresa*<sup>86</sup>. Il problema dell'orizzonte temporale sorge quando gli amministratori – operando in un orizzonte temporale medio, lungo o lunghissimo –, alterano il risultato di breve periodo, positivamente, al prezzo di maggiori costi futuri<sup>87</sup>. Si ipotecano, così, i risultati dei futuri brevi periodi e, probabilmente, il risultato di lungo periodo. Tale modalità gestoria fa assumere alla gestione di breve periodo una connotazione negativa, ed è in tal senso che si usa l'espressione *short-termism* in contrapposizione a *long-termism*<sup>88</sup>.

Come è stato evidenziato, la massimizzazione del valore sul lungo periodo della società non determina necessariamente la massimizzazione o, almeno, la creazione di valore per gli *stakeholders*<sup>89</sup>.

## 2.2 Il “successo sostenibile” quale creazione di valore a lungo termine per gli azionisti

Come già sopra detto, il diritto dell'UE per la sostenibilità si fonda sull'assioma secondo cui la tutela dell'ambiente, il rispetto dei diritti umani e una *governance* (pubblica e privata) in grado di tutelare l'ambiente e rispettosa dei diritti umani costituiscono valori condivisi dalla collettività intera. Lo sviluppo economico, pertanto, è sostenibile, cioè aderente alla volontà della collettività, se conforme ai citati valori.

Dal che si ipotizza che i consumatori e gli investitori preferiscano i prodotti che rispettino tali valori, finendo per assumere il ruolo di “giudici” del rispetto della sostenibilità ambientale e sociale e rendendo indirettamente conveniente per le imprese il perseguimento di interessi generali e altruistici.

Cosa diversa dallo sviluppo sostenibile è il successo sostenibile previsto dal Codice di Corporate Governance e definito come lo «*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*

Il “successo sostenibile” del Codice di Corporate Governance si fonda sull'assunto secondo il quale esiste un rapporto di diretta corrispondenza tra il perseguimento degli interessi sociali e ambientali e la gestione a lungo termine<sup>90</sup>. Tutto ciò in armonia

86 STANZIONE, (2021) D., *Il “successo sostenibile” dell’impresa socialmente responsabile*, *Universitas Studiorum*, Mantova, p. 58; STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 36, che rinvia a BEBCHUK L., (2013), *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *Colum. L. Rev.*, p. 113, 1637 ss, secondo il quale esistono studi che dimostrano che spesso il risultato positivo di lungo periodo deriva dal conseguimento di risultati positivi di breve periodo.

87 STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 39.

88 *Ibidem*.

89 STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 47, «*Il fatto è che anche gli interessi di costoro si soddisfano essenzialmente facendo uscire danari dalla società (così come gli interessi degli shareholders si soddisfano, altrettanto essenzialmente, remunerando il loro investimento con i pay-outs): gli interessi sociali dei lavoratori si soddisfano aumentando i loro salari; gli interessi environmental della terra si soddisfano spendendo per inquinare di meno; e via discorrendo*

90 STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 46.

con l'orientamento della Commissione europea secondo cui la sostenibilità e la visione a lungo termine sono legate in modo indissolubile<sup>91</sup>.

Non sempre, però, il successo sostenibile quale sostenibilità ESG è perfettamente compatibile con gli obiettivi del 'successo sostenibile' quale creazione di valore nel lungo termine<sup>92</sup>.

Ciò trova conferma nella necessità, segnalata dalla stessa Commissione europea<sup>93</sup>, che, affinché l'impresa possa perseguire obiettivi di sostenibilità, occorre che la stessa adotti una specifica strategia. L'orizzonte temporale, lungo, diventa quindi la condizione necessaria per programmare e portare a esecuzione una gestione sostenibile.

In realtà, come si è avuto modo di accennare, duplice è per l'impresa l'obiettivo di sostenibilità<sup>94</sup>. Da un lato, infatti, l'impresa deve essere sostenibile, nel senso di assumere scelte gestorie che possano essere sostenute, cioè in grado di garantire condizioni di equilibrio economico-finanziario dell'impresa medesima<sup>95</sup>, nel segno della continuità aziendale<sup>96</sup>. Dall'altro lato, l'impresa può definirsi sostenibile se la sua gestione è conforme ai canoni che caratterizzano lo sviluppo sostenibile<sup>97</sup>.

Il successo sostenibile a cui fa riferimento il Codice di Corporate Governance sembra individuare una strada intermedia che, senza alterare lo scopo egoistico dell'impresa, compie un primo riconoscimento degli obiettivi di sostenibilità nell'esercizio dell'impresa.

Il richiamo contenuto nella definizione di successo sostenibile del Codice di Corporate Governance a considerare solo gli *stakeholders* rilevanti per la società sembra ricondurre la considerazione degli interessi di cui sono portatori alla valutazione tradizionale dei rischi per l'impresa, cioè a valutare solo quegli interessi che possono minare l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa<sup>98</sup>.

È il concetto stesso di rischio che nella prospettiva dello sviluppo sostenibile assume un diverso significato. Nell'ottica tradizionale il termine rischio rinvia ai rischi

91 COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 2018, 4, reperibile al seguente indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>.

92 CAMPOBASSO M., (2024), *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in BBTC, p. 1.

93 CAMPOBASSO M., (2024), p. 13.

94 CIOCCA N., (2019), *Sostenibilità dell'attività d'impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, in MASSA F., a cura di, Giappichelli, Torino, p. 81. In arg. MONTALENTI P., (2011), *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in RDS, p. 820 ss.

95 CIOCCA N., (2019), p. 81.

96 BENAZZO P., (2020b), *Organizzazione e gestione dell'«impresa complessa»: compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum*, in *Riv. soc.*, p. 1204.

97 CIOCCA N., (2019), p. 81.

98 Condizioni da presidiarsi «a opera di un (necessario) adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile, non già (e non più) tarato solo sull'elemento (statico) costituito sulla natura e sulle dimensioni dell'impresa medesima, ma anche su quello (dinamico) rappresentato dal fine di una rilevazione e di una gestione dei fattori che potenzialmente possono porre in pericolo o pregiudicare la continuità aziendale, egualmente tempestive» (BENAZZO P., (2020a), p. 1205).

per l'impresa (finanziario, di mercato, di gestione, di reputazione, ecc.). Nell'ottica dello sviluppo sostenibile, invece, il termine rischio si riferisce ai possibili impatti negativi su persone, ambiente e società, che le imprese causano (prospettiva *inside-out*)<sup>99</sup> e, inversamente, al modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'impresa (prospettiva *outside-in*).

In tale prospettiva per "stakeholders relevant" bisogna intendere «*the individuals and groups with interests that must be taken into account with respect to a specific activity*»<sup>100</sup>, e ciò perché «*not all individuals and groups considered as stakeholders will have interests that can be affected by a specific activity carried out by an enterprise*»<sup>101</sup>.

Sembrerebbe, quindi, che il Codice di Corporate Governance italiano utilizzi il termine sostenibilità avendo a riferimento l'impresa e non lo sviluppo, cioè sia sostenibile l'impresa che sia gestita secondo il principio di economicità o, se si vuole, tale da garantire il suo equilibrio economico-finanziario<sup>102</sup>, riconoscendo e inglobando, però, gli obiettivi di sostenibilità che tale equilibrio contribuiscano a garantire.

La formula "successo sostenibile" adottata dal Codice di Corporate Governance replica la formula "sustainable success" già utilizzata dal codice di Corporate Governance del Regno Unito (di seguito anche UK CG Code), e confermata anche nella edizione 2024. Il Codice di Corporate Governance del Regno Unito però, dopo aver individuato la missione degli amministratori nel promuovere il successo sostenibile a lungo termine della società, generando valore per gli azionisti e contribuendo alla società in generale, formula le seguenti precisazioni. Innanzitutto, impone al consiglio di amministrazione di valutare su quali basi l'impresa crea e preserva valore nel lungo termine. La valutazione delle basi sulle quali si fonda la creazione di ricchezza nel lungo periodo non è sufficiente affinché il successo sia sostenibile, essendo ancora necessario che: a) siano stati valutati correttamente tutti i rischi e le opportunità per il futuro successo dell'impresa, compresi quindi i fattori di sostenibilità<sup>103</sup>; b) il modello di business dell'impresa sia sostenibile<sup>104</sup>; c) la governance della società contribuisca alla

99 OECD (2018), *Guida dell'OCSE sul dovere di diligenza per la condotta d'impresa responsabile*, p. 15.

100 OECD (2018), *OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct*, p. 48.

101 *Ibidem*.

102 STELLA RICHTER JR. M., (2021), p. 48. In arg. nel testo vi sono richiami diffusi al mio MOLLO G., (2022) *Il "successo sostenibile" delle società quotate*, in CAPOLUPO C., MANFRELLOTTI R., a cura di, *Emergenza pandemica disciplina dell'emergenza e sospensione delle garanzie costituzionali Un primo bilancio*, ESI, Napoli.

103 Si veda in tal senso, Commissione europea, Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, del 21.04.2021, art. 19-*bis*, par. 2.

104 *Ibidem*, *Le informazioni di cui al paragrafo 1 includono in particolare: [...] iii) i piani dell'impresa atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'accordo di Parigi; iv) il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità; v) le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità».*

realizzazione della strategia societaria, *i.e.* che il governo della società sia sostenibile<sup>105</sup>. Tuttavia, cosa forse più importante, secondo il UK CG Code il successo è sostenibile nel lungo periodo quando, diversamente dal Codice di Corporate Governance italiano, crea ricchezza non solo per gli azionisti ma per la società in generale.

Ulteriore e più risalente precedente si trova nella §172 del *Companies Act* inglese del 2006, dove si specifica che se la società indica che lo scopo sociale include quello di soggetti diversi dai soli soci, allora il successo della società a beneficio dei soci include il perseguimento degli interessi degli *stakeholder*<sup>106</sup>.

Diversamente, la considerazione degli interessi degli *stakeholder*, di cui al Codice di Corporate Governance in esame si può dire che integri l'interesse sociale, quale parametro della condotta degli amministratori, ma non si traduce nell'affiancare gli obiettivi socio-ambientali a quello lucrativo,<sup>107</sup>.

In conclusione, la logica che guida la gestione orientata al successo sostenibile di cui al Codice di Corporate Governance resta quella tradizionale, dove l'impresa è intesa nella creazione di valore (a lungo termine) per gli azionisti, rispetto alla quale gli obiettivi propri dello sviluppo sostenibile in sé restano estranei<sup>108</sup>, ma hanno rilievo in quanto in grado di tutelare l'interesse degli azionisti.

105 *Ibidem*, «Le informazioni di cui al paragrafo 1 includono in particolare: [...] c) una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità; [...]».

106 VENTORUZZO M., (2024b), *Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul "successo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, p. 129.

107 GINEVRA E., (2023), *Il Codice di Corporate Governance: Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. soc.*, p. 1017, «come del resto mostrato all'inciso, contenuto nella definizione in commento, per cui gli interessi degli stakeholder da tenere in conto sono solo quelli 'rilevanti per la società'. Tale precisazione è prova che oggetto della valutazione degli amministratori è unicamente la produzione di impresa, e le risorse economico-sociali in essa coinvolte: il cui utilizzo si vuole che sia appunto sostenibile, con una programmazione che segua a un'adeguata loro valorizzazione, in modo da assicurare un robusto e costante affidamento delle medesime risorse da parte dei relativi detentori, così assicurandosi la continuità dell'impresa nel lungo termine».

108 Si veda sul punto BENAZZO P., (2020a), *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, p. 440 ss., «Sul piano giuridico, tuttavia, le ritengo formule con poco mordente, di significato elusivo, che non possono fornire una reale guida ex ante all'operato degli amministratori, né – tantomeno – possono essere invocate per valutarne ex post le decisioni o l'adempimento dei propri doveri. Mi pare infatti evidente che amministratori e manager devono comunque – e hanno sempre dovuto, a prescindere dalle enunciazioni di principio – tener conto degli investitori nel capitale di rischio, che dispongono anche degli strumenti endosocietari, giuridici e degli incentivi per far internalizzare ai propri "agents" le loro preferenze; bilanciando tuttavia tali interessi con quelli di clienti, lavoratori, fornitori, altri finanziatori a diverso titolo, la comunità min generale (e, quindi, tenendo conto di esigenze di ordine sociale e ambientali), per il semplice fatto che le imprese non operano nel vuoto e l'apprezzamento di questi soggetti è pure essenziale alla sopravvivenza dell'ente societario. [...] quello di cui si dubita è la portata innovativa di questi generici richiami al successo sostenibile (da sempre, chi dirige un'impresa sa che occorre prendersi cura dei diversi interessi in gioco) e il loro rilievo applicativo, forza vincolante, capacità di incidere sul diritto vivente». Contra, MARCHETTI P. G., (2020), *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, p. 272, secondo il quale il richiamo al successo sostenibile «sugella l'entrata anche dell'autodisciplina italiana (ma, dovremmo ritenere, data la fonte da cui proviene, della cultura imprenditoriale italiana) nella prospettiva dell'impresa sostenibile».

### 3 Il ruolo dell'organo di vigilanza italiano nella transizione verso un sistema economico sostenibile (*G. Mollo e L. Picardi*)

Il perseguitamento di istanze di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* richiede il coinvolgimento di una pluralità di attori e il ricorso a molteplici strumenti, in ragione della proiezione intergenerazionale e della dimensione transnazionale del problema<sup>109</sup>.

L'analisi sinora condotta si è concentrata sulla regolazione riferita ai profili ESG degli investimenti e incidente sulla gestione delle imprese, in specie di quelle più grandi e influenti, nonché sulla *soft law*. Tuttavia, un profilo specifico meritevole di considerazione è rappresentato dall'*enforcement*, data l'importanza che assume per i legislatori e le autorità di regolazione l'esigenza di fare ricorso a tutto l'apparato preventivo e rimediale a loro disposizione per assicurare l'osservanza delle disposizioni primarie e secondarie.

Se è vero che – quanto meno fino all'emanazione della CS3D – alla complessità e alla rilevanza degli interessi coinvolti non ha fatto riscontro un proporzionato sistema di norme sanzionatorie nella legislazione vigente<sup>110</sup>, è altrettanto innegabile che la vigilanza amministrativa sul mercato ha progressivamente avvertito l'esigenza di attrezzarsi e di intervenire per contrastare eventuali condotte opportunistiche degli intermediari e degli emittenti, improntate a scorrettezza e opacità sotto il profilo del rispetto della regolazione ESG.

Già nel piano strategico predisposto per il triennio 2019-2021 si dava conto dell'avvenuta costituzione all'interno della Consob di un Gruppo di Lavoro (di seguito anche GdL), con funzioni di Steering Committee, il cui scopo era, innanzitutto, di monitorare gli interventi regolatori in fase di esame presso le sedi europee, nonché di esaminare gli studi e le ricerche in corso e predisporre dei *discussion paper* su temi di sostenibilità rilevanti. Al Gruppo di Lavoro era attribuito anche il compito di valutare le ricadute delle tematiche ESG sul diritto societario e sul diritto dell'economia.

Importanti funzioni attribuite al GdL erano quelle di elaborare metriche e *standard* sulla sostenibilità finanziaria degli investimenti e di definire principi comuni di rendicontazione, anche ai fini della comparazione delle dichiarazioni non finanziarie.

Al GdL era attribuita, in collaborazione con gli operatori di mercato e le associazioni di categoria, la promozione di adeguati livelli di *governance* in ambito ESG.

Compito del GdL era, infine, di assistere le imprese nell'applicazione della nuova normativa ESG, assumendo iniziative finalizzate a sostenere modelli di *compliance* sostanziale delle imprese obbligate o aderenti in via volontaria.

109 Si veda sul tema, BRAUN T., (2025), *Sustainability Enforcement through Multilevel Financial Tools*, in ALEXANDER K. - GARGANTINI M. - SIRI M., *edited by*, *EU Sustainable Finance*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 622 ss.

110 Si veda, per questa posizione interpretativa, TROVATORE G., (2024), *Sull'enforcement degli obblighi di sostenibilità*, *cit.*, p. 616 ss.

Come si evince dal Piano strategico per il triennio 2022-2024 la Consob ha inteso focalizzare la propria attività, in materia di sostenibilità, nella promozione dei temi ESG e nel contrasto del fenomeno del *greenwashing*. Tra le azioni chiave da porre in essere per perseguire tali obiettivi, è richiamata, tra l'altro, l'adozione di nuove policy e di un modello di vigilanza integrata valorizzando le informazioni sui fattori ESG acquisite dalle diverse funzioni di vigilanza.

Da ultimo nel Piano strategico per il triennio 2025-2027, la transizione alla sostenibilità è riconosciuta come uno dei due fattori trasversali<sup>111</sup> ormai pienamente integrato nella pianificazione strategica e operativa della CONSOB. In particolare, confermando gli obiettivi già fissati nel Piano precedente, è stato affidato a una funzione trasversale l'incarico di avviare iniziative volte allo sviluppo della sostenibilità dell'Istituto, nonché di assicurare l'efficienza e l'efficacia dell'attività in materia ESG nei confronti delle diverse categorie di soggetti vigilati.

Con riferimento all'evoluzione del quadro normativo di diritto europeo, merita ricordare che la CS3D predispone un sistema di *private* e *public enforcement*, basato rispettivamente sulla previsione di un regime di responsabilità civile (art. 29), nonché sulla designazione in ogni Stato membro di un'autorità pubblica chiamata a vigilare sul rispetto degli obblighi previsti dalle disposizioni nazionali adottate in attuazione della Direttiva medesima e dotata del potere di infliggere sanzioni reputazionali e multe sino al 5% del fatturato netto globale delle imprese. La Commissione dovrà altresì istituire una rete europea di vigilanza, che riunisca i rappresentanti delle autorità nazionali, per assicurare un approccio coordinato e favorire la condivisione delle competenze e delle esperienze (art. 28).

La Direttiva richiede, inoltre, che l'autorità di vigilanza sia munita del carattere dell'indipendenza<sup>112</sup> e mostra, quindi, di ricondurla «*nell'alveo delle autorità amministrative indipendenti, coerentemente con il ruolo e i poteri a esse attribuiti dall'ordinamento*»<sup>113</sup>. Deve rilevarsi, peraltro, che essendo i principali obblighi imposti dalla Direttiva qualificati come «*obblighi di mezzo*»<sup>114</sup>, gli interventi sanzionatori, in questo contesto, non si riferiscono al mancato perseguimento di obiettivi di sostenibilità, ma alla assente o scorretta adozione di «*misure adeguate dalle quali è lecito attendersi, nelle circostanze del caso specifico, il risultato di prevenire o minimizzare l'impatto negativo*». L'attività che l'autorità è chiamata a svolgere è, dunque, di "correttezza tecnica" e non può perciò impingere nella selezione degli interessi da perseguire e condurre all'adozione di provvedimenti in grado di modificare direttamente l'impatto

111 L'altro fattore trasversale è costituito dalla transizione digitale

112 Art. 24, Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, che, al paragrafo 9, impone che l'autorità di controllo sia indipendente e che tutte le persone che lavorano o che hanno lavorato per essa e i revisori o periti che agiscono per suo conto, esercitino i poteri di cui dispongono con imparzialità e in trasparenza e nel rispetto degli obblighi di segreto professionale. La Direttiva richiede, in particolare, che l'autorità sia giuridicamente e funzionalmente indipendente dalle società che ricadono nel suo ambito d'applicazione o da altri interessi di mercato e che il suo personale e le persone responsabili della sua gestione siano esenti da conflitti di interesse, fatti salvi gli obblighi di riservatezza, e si astengano da qualsiasi atto incompatibile con le funzioni che esercitano.

113 MOLLO G., (2024), *Autorità di Regolazione e proposta di Direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità*, in *Giur. comm.*, I, p. 1009.

114 Cfr., Considerando (73), Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024, cit.

dell'attività d'impresa sull'ambiente e sui diritti umani. Diversamente, la decisione non solo riguarderebbe il merito della decisione imprenditoriale/gestionale, in quanto tale coperto dalla *Business Judgement Rule*, ma risulterebbe altresì incompatibile con la natura di autorità amministrativa indipendente dell'organo<sup>115</sup>.

Avendo presente queste coordinate sistematiche, sembra non cogliere completamente nel segno la critica di coloro i quali paventano un rafforzamento del ruolo di chi già detiene un potere di controllo delle imprese, giungendo a prospettare «con troppa facilità» una «cattura» del (nuovo) regolatore da parte delle grandi imprese, le quali finirebbero per vedere così assecondati i propri programmi e intenti<sup>116</sup>.

Sotto altro aspetto, qualora si ritenga preclusa alle autorità di regolazione una valutazione degli obiettivi di condotta «sostenibile» delle imprese e delle scelte imprenditoriali in concreto compiute per perseguirli, appare meno grave il rischio di una deriva «*in senso dirigista*», in contrasto con il principio di libertà dell'iniziativa economica purché non in contrasto con l'utilità sociale<sup>117</sup>. Occorre riconoscere, peraltro, che la traduzione dei principi dello «sviluppo sostenibile» di cui all'art. 11 TFUE o della tutela della salute e dell'ambiente (art. 9 TFUE, nonché art. 9 Cost.) in regole imperative, destinate a limitare la libertà di persone e imprese, non è affatto agevole né scontata, sia per le esigenze di bilanciamento con altri valori (anche di rilievo costituzionale), sia per il rischio che entrino in gioco conflitti interni agli stessi obiettivi ESG<sup>118</sup>.

Un contributo all'effettività della regolazione riferita agli obiettivi ESG, e ai doveri di correttezza e trasparenza da essa imposti a carico di emittenti e intermediari, proviene dall'attività di vigilanza della Consob, che ha emanato alcune discipline specifiche attinenti alla sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* degli investimenti. Oltre alle già menzionate modifiche al Regolamento Emittenti, attuative della Direttiva *Shareholders II*, che hanno imposto agli investitori istituzionali di pubblicare la loro politica di impegno sul versante ESG<sup>119</sup>, è il caso di ricordare che ulteriori modifiche al predetto Regolamento, nuovamente attuative della Direttiva *Shareholders II*, hanno condotto all'introduzione di nuovi schemi di *disclosure* sulle politiche di remunerazione degli amministratori, nei quali si fa espresso riferimento ai risultati "non finanziari" della gestione<sup>120</sup>.

Il ruolo di indirizzo della Consob sui temi della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* è andato progressivamente strutturandosi e arricchendosi, sul piano sia quantitativo sia qualitativo, grazie a numerosi richiami di attenzione rivolti agli operatori.

115 MOLLO G., (2024), p. 1009 ss.

116 LIBERTINI M., (2023), p. 66, il quale osserva che indicazioni contro il rischio di una "cattura" del (nuovo) regolatore pubblico provengono dall'esperienza di public enforcement europeo nei confronti dei "giganti del Web".

117 S'intende riferirsi alla seria controindicazione rispetto all'imposizione di obblighi maggiormente incisivi e assistiti da un rigoroso apparato di norme sanzionatorie, evidenziata da TROVATORE G., (2024), *Sull'enforcement degli obblighi di sostenibilità*, p. 622.

118 LIBERTINI M., (2025), *Prefazione*, in GENOVESE A., a cura di, *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, p. 11.

119 Si rimanda al Capitolo II, paragrafo 1, «*L'adeguamento della legislazione italiana alla spinta innovatrice di fonte UE*».

120 Art. 84-quater, Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti.

Posto che il legislatore europeo ha intrapreso da tempo una ambiziosa e ampia strategia finalizzata a riformare la regolazione finanziaria ESG e che il quadro normativo è tuttora in evoluzione, la Consob – nel contesto dell'azione di vigilanza sulle modalità di attuazione delle disposizioni in materia di "finanza sostenibile" per i gestori – è intervenuta con il richiamo di attenzione n. 1/2025 dell'11 febbraio 2025, al fine di «accompagnare l'industria nella corretta applicazione delle disposizioni esistenti, [...], fornendo riferimenti per la declinazione delle stesse anche alla luce delle iniziative dell'ESMA, tese a favorire la convergenza della vigilanza»<sup>121</sup>. Sulla base di questa premessa, sono stati individuati alcuni elementi-cardine della normativa che qui interessa, nonché alcune *good* e *poor practices* in grado di supportare utilmente i gestori «nell'adozione di modalità applicative più coerenti ed evolute», al fine di assicurare una maggiore conformità alla disciplina. In particolare, s'intende richiamare l'attenzione dei gestori su alcuni aspetti della disciplina relativi all'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale degli Oicr e alla trasparenza informativa, sia precontrattuale sia periodica, a livello di prodotto, alla luce della classificazione dei prodotti medesimi in tre diverse categorie (in base al grado di rilevanza attribuito ai fattori ESG) introdotta dal SFDR.

Tale atto di indirizzo si pone in rapporto di complementarietà con il richiamo di attenzione n. 1/2024 del 25 luglio 2024<sup>122</sup>, avente ad oggetto l'adeguamento agli obblighi in materia di "finanza sostenibile" sui profili ESG degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento e in merito alla *disclosure* a livello di entità, al fine di promuovere un processo di progressivo adeguamento dell'industria dei servizi di investimento alle "nuove" disposizioni sulla sostenibilità, che hanno integrato diversi ambiti della normativa di *investor protection* della Direttiva (UE) 2014/65 (cosiddetta MiFID II).

Non sembra superfluo ricordare che, a fronte della crescente attenzione prestata sia da parte di risparmiatori e *investitori retail*, sia da parte dei fornitori dei servizi di investimento, alle caratteristiche e ai profili di sostenibilità nella prestazione dei servizi di investimento, la Consob era già intervenuta con il richiamo di attenzione n. 1/2020 del 12 marzo 2020<sup>123</sup>, al fine di arginare possibili fenomeni di *greenwashing*<sup>124</sup>.

La stessa Consob, con il richiamo di attenzione n. 3/2021<sup>125</sup>, aveva segnalato agli operatori l'imminente entrata in vigore del SFDR e gli obblighi di trasparenza da quest'ultimo introdotti.

Un altro richiamo di attenzione della Consob è intervenuto, facendo seguito al documento dell'ESMA *European common enforcement priorities for 2024 corporate reporting*, il 20 dicembre 2024, al fine di sensibilizzare gli emittenti rispetto a tre

121 CONSOB, Richiamo di attenzione n. 1/2025 dell'11 febbraio 2025, «*L'adeguamento degli obblighi in tema di "finanza sostenibile" da parte dei gestori*».

122 CONSOB, Richiamo di attenzione n. 2/2024 del 25 luglio 2024, «*L'adeguamento degli obblighi in tema di "finanza sostenibile" nella prestazione dei servizi di investimento*».

123 CONSOB, Richiamo di attenzione n. 1/2020 del 12 marzo 2020, «*Prestazione di servizi di investimento e questioni ESG*».

124 CONSOB, Richiamo di attenzione n. 2/2024 del 20 dicembre 2024, «*L'informativa sul clima fornita nei bilanci*».

125 CONSOB, Richiamo di attenzione n. 3/2021 del 4 marzo 2021, «*Obblighi informativi in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*».

aspetti: a) agevolare gli investitori nell'individuazione delle informazioni sugli aspetti climatici fornite dei bilanci; b) promuovere la coerenza tra informativa finanziaria e informativa di sostenibilità, sull'assunto che l'eventuale divergenza fra l'una e l'altra costituisce un potenziale fattore di *greenwashing*; c) fornire un'informazione chiara sulle considerazioni effettuate in merito agli impatti dei fattori climatici.

L'*enforcement* è parte integrante della regolazione (non solo finanziaria) ESG e, come è testimoniato anche dall'analisi dei relativi profili applicativi in Francia, sollecita l'azione sinergica di diverse componenti (operatori del mercato, autorità di vigilanza e società civile). Atteso che le politiche ambientali hanno una portata "sistematica", si richiede, altresì, un'ampia e ben strutturata cooperazione a livello internazionale<sup>126</sup>. In quest'ottica, prassi di coordinamento delle azioni delle autorità nazionali elaborate nella dimensione unionale dall'ESMA possono utilmente coesistere con la valorizzazione della diretta conoscenza del mercato sul quale le norme hanno immediata incidenza<sup>127</sup>.

- 126 GENOVESE A., (2025), *Introduzione*, in EAD., a cura di, *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, p. 16; accenti largamente consentanei con questa impostazione si colgono in BRAUN T., (2025), *Sustainability Enforcement through Multilevel Financial Tools*, cit., p. 623.
- 127 GENOVESE A., (2022), *Intervento alla tavola rotonda "Buoni orizzonti: una nuova cultura d'impresa"*, in MONTALENTI-M. NOTARI P., a cura di, *La nuova società quotata: Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, p. 264.

# La risposta del sistema francese

(J.B. Pouille ed E. Rodriguez<sup>128</sup>)

CAPITOLO  
TERZO

## 1 La tutela della sostenibilità e dei principi ESG nel sistema francese anteriore alla legislazione unionale

L'attenzione francese per la sostenibilità e le questioni extra-finanziarie non è nuova e molti atti legislativi hanno preceduto la disciplina europea in materia<sup>129</sup>.

Le azioni intraprese dai regolatori francesi (l'*Autorité des marchés financiers* - AMF e l'*Autorité de contrôle prudentiel et de resolution* - ACPR), che cercano di tenere il passo con gli sforzi compiuti dagli organi legislativi, dimostrano «*il ruolo di primo piano svolto dalle autorità francesi e dalla piazza finanziaria parigina nella lotta al cambiamento climatico, dall'adozione della legge sulla transizione energetica e la crescita verde nel 2015 e dalla firma dell'Accordo di Parigi nello stesso anno*»<sup>130</sup>.

Parallelamente, gli operatori di mercato, che hanno anche sviluppato proprie iniziative per tentare l'autoregolamentazione, chiedono maggiore coerenza e chiarezza sulle aspettative dei regolatori, poiché il loro impegno per la sostenibilità può essere oscurato da rischi di reputazione e potenziali sanzioni, soprattutto con una società civile che spinge per maggiori azioni, impegni e responsabilità.

I già menzionati interventi legislativi, nonché le azioni delle autorità di vigilanza si inseriscono in un vasto processo, caratterizzato da un coinvolgimento diretto

128 Gli autori desiderano ringraziare Océane Rifaud per il suo contributo a questo lavoro.

129 Esempi in tal senso sono la legge *Fabius* del 19 febbraio 2001 che già nel 2001 aveva istituito i cosiddetti "fondi di solidarietà 90-10" (uno strumento di raccolta dei risparmi dei dipendenti con l'obiettivo di indirizzare gli investimenti verso il finanziamento di attività socialmente responsabili); la legge del 15 maggio 2001 sui nuovi regolamenti economici (legge NRE), in base alla quale le società i cui titoli erano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato erano tenute a divulgare informazioni sull'impatto ambientale e sociale delle loro attività; la legge *Grenelle* del 3 agosto 2009, relativa all'attuazione della Tavola rotonda sull'ambiente che, ampliando gli obblighi di informazione applicabili alle persone giuridiche (cioè agli emittenti titoli) introdotti dalla legge NRE, ha consacrato la triade ESG (ambiente, sociale e governance) nel diritto francese; la Legge *Grenelle II* del 12 luglio 2010 (Legge n. 2010-788 in tema di impegno nazionale per l'ambiente) che ha diversificato e accresciuto i requisiti di divulgazione estendendoli ad alcune entità finanziarie come le società di investimento e i gestori di patrimoni (*sociétés de gestion de portefeuille*) (laddove sia la legge NRE che la legge *Grenelle I* erano limitate alle sole società quotate in borsa), a seconda delle loro dimensioni (ad esempio, obbligo di presentare un bilancio sociale e ambientale per tutte le società con più di 500 dipendenti); la riforma francese della transizione energetica per la crescita verde (LTECV) del 2015, che con l'articolo 173 ha esteso in modo significativo l'ambito di applicazione degli obblighi di informativa extra-finanziaria precedentemente introdotti dalle leggi *Grenelle*, rendendoli applicabili a tutti gli investitori istituzionali; l'articolo 29 della legge sull'energia-clima dell'8 novembre 2019 (LEC) che ha ampliato l'informativa extra-finanziaria che deve essere fornita dagli investitori professionali e ha recepito le raccomandazioni della Task Force on Climate related Financial Disclosure (TCFD)<sup>129</sup>, strutturando la divulgazione delle informazioni intorno ai concetti chiave di governance, rischio climatico e biodiversità; la Legge del 23 ottobre 2023 sull'industria verde (LIV) che mira a facilitare il finanziamento dell'industria verde e contribuisce ancora una volta a rendere la Francia leader in questo settore in Europa.

130 Relazione annuale dell'ACPR, 2021.

delle autorità europee (ad esempio, l'EBA, l'ESMA, l'EIOPA e la BCE) nel perseguitamento degli obiettivi di finanza sostenibile, che dovrebbe portare a una reale armonizzazione in tutta l'Unione europea.

Senza dubbio analogamente a quanto si è evidenziato con riferimento alla cornice disciplinare italiana<sup>131</sup>, la complessità nella comprensione della nuova terminologia legata alla finanza sostenibile (ovvero una nuova realtà linguistica) è stata pari alla complessità dell'intera disciplina (ad esempio, cosa significa essere sostenibile, cosa è un prodotto verde e cosa no, ecc.).

Inoltre, tale fenomeno non s'è limitato alla regolamentazione finanziaria, poiché l'idea di sostenibilità ha permeato un'ampia gamma di settori, tra cui, ma non solo, il diritto dei consumatori, il diritto di proprietà, la regolamentazione dell'industria e dell'energia e persino il diritto penale. Ci si chiede quindi se ci sarà un momento in cui una "legge sulla sostenibilità" potrà esistere da sola.

## 2 L'impatto della produzione normativa unionale sulla legislazione francese

### 2.1 La Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD

Mentre il legislatore europeo aveva concesso agli Stati membri una proroga fino al giugno 2024 per il recepimento della CSRD, le autorità francesi, consapevoli dell'urgenza della situazione dei cambiamenti climatici, sono state (come si è già segnalato)<sup>132</sup> il primo Stato membro a recepirla con l'ordinanza del 6 dicembre 2023<sup>133</sup>, integrata da una successiva ordinanza del 30 dicembre 2023<sup>134</sup>.

Il legislatore francese ha colto l'opportunità offerta dal recepimento della CSRD per apportare modifiche più ampie al sistema francese di prevenzione dei rischi non finanziari, in linea con le raccomandazioni formulate dall'*Haut Comité Juridique de la Place de Paris* (HCJP) in un rapporto commissionato dal Ministero della Giustizia<sup>135</sup>.

Tuttavia, se il rapporto dell'HCJP raccomandava di recepire la CSRD «*il più fedelmente possibile*» per rispettare la volontà politica dei governi degli Stati membri e

131 Si rimanda alla Parte II, "Profili della disciplina italiana", *supra*.

132 Si rimanda alla Parte I, "Il contesto normativo europeo", *supra*.

133 Ordinanza n.2023-1142 del 6 dicembre 2023 sulla pubblicazione e la certificazione delle informazioni di sostenibilità e degli obblighi ambientali, sociali e di governo societario delle imprese commerciali, ai sensi dell'articolo 12 della legge 2023-171 del 9 marzo 2023, DADUE, che ha autorizzato il Governo a emanare «*un'ordinanza a tal fine*» e ad «*adeguare le disposizioni relative al sistema di incarichi e servizi dei revisori legali, nonché quelle relative all'organizzazione e ai poteri delle autorità competenti in termini di accreditamento e supervisione [...] dei soggetti autorizzati a valutare la conformità delle informazioni di sostenibilità pubblicate*».

134 Ordinanza n. 2023-1394 del 30 dicembre 2023 che attua l'ordinanza n. 2023-1142 del 6 dicembre 2023. 2023-1142 del 6 dicembre 2023.

135 Rapporto HCJP, *Les dispositifs de transparence extra-financière*, settembre 2022.

garantire l'efficacia del quadro normativo con cui la CSRD interagisce<sup>136</sup>, la *Chancellerie* (ossia i servizi centrali del Ministero della Giustizia francese) si è detta preoccupata per le difficoltà che le imprese soggette a rendicontazione di sostenibilità potrebbero incontrare di fronte all'accumularsi di misure legislative concepite separatamente, sia a livello nazionale che europeo, le quali impiegano soglie, definizioni, obblighi e sanzioni diverse, per quanto condividano obiettivi simili.

Pertanto, il legislatore francese ha colto l'opportunità offerta dal recepimento della CSRD per armonizzare il quadro degli obblighi di RSI, in particolare all'interno del Codice di Commercio francese.

La relazione al Presidente della Repubblica francese che accompagnava l'ordinanza di recepimento sottolineava che «*la mancanza di coordinamento tra le varie misure appare doppiamente pregiudizievole: in primo luogo, per le imprese soggette alla normativa, in quanto comporta una mancanza di chiarezza, costi amministrativi significativi e una perdita di efficienza economica; in secondo luogo, per i beneficiari di tali misure, che vedono una mancanza di chiarezza e, in ultima analisi, una difficoltà a comprendere i rischi associati agli aspetti non finanziari dell'attività dell'impresa*»<sup>137</sup>.

In questo contesto, i diversi obblighi informativi per le società commerciali francesi sono stati riuniti in un unico nuovo capitolo intitolato "Bilanci aziendali e informazioni sulla sostenibilità", disciplinato dagli articoli L. 232-1 e seguenti del *Code de Commerce* francese.

Il legislatore francese ha optato per la dimensione delle imprese come criterio per determinare gli obblighi di informativa non finanziaria criterio, mantenendo la quotazione in borsa come indicatore alternativo per far scattare tali obblighi. Tale scelta ha comportato l'accantonamento della forma societaria, la razionalizzazione della considerazione dei gruppi e l'integrazione nella legge dei riferimenti alle categorie di grandi, medie, piccole e microimprese<sup>138</sup>. Questa integrazione offre quindi l'opportunità di ripensare la definizione di grande impresa.

Di conseguenza, in Francia la CSRD si rivolge a tutti i tipi di società commerciali, comprese le strutture più semplici di *société par actions simplifiée* (SAS), e quasi 6000 imprese potrebbero essere gradualmente soggette agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità.

Inoltre, la CSRD ha abolito il DPEF (*Déclaration de Performance Extra-Financière*) francese, precedentemente previsto dagli articoli L. 225-102-1 e L. 22-10-36 del FCC, sostituendolo con il cosiddetto "rapporto di sostenibilità"<sup>139</sup>.

136 Come si è già chiarito nella Parte I, "Il contesto normativo europeo", *supra*, la CSRD è collegata al regolamento SFDR e all'articolo 8 del regolamento sulla tassonomia, in quanto le società interessate dalle disposizioni della direttiva CSRD sono tenute ad applicare i parametri di riferimento stabiliti da questi testi normativi per conformarsi alle sue disposizioni. Si collega, inoltre, alla MiFID 2 e alla IDD sulle preferenze degli investitori, nonché alla S3D sulla due diligence di sostenibilità.

137 Rapporto al Presidente della Repubblica francese, 6 dicembre 2023, GU 7 dicembre 2023.

138 Rapporto HCJP, *les dispositifs de transparence extra-financière*, settembre 2022.

139 Il nuovo articolo L. 232-6-3, I, del *Code de Commerce* prevede che: «*Ogni società che sia una grande impresa ai sensi dell'articolo L. 230-1 deve includere le informazioni sulla sostenibilità in una sezione separata della sua relazione sulla*

Per quanto riguarda le condizioni per l'*assurance* delle informazioni ESG, la CSRD richiede l'attestazione del report di sostenibilità, allo stesso modo della revisione delle informazioni finanziarie. Quest'obbligo differisce dal vecchio sistema NFRD e compensa la mancanza di "affidabilità" delle informazioni pubblicate nell'ambito del DPEF francese. Lo scopo di questa certificazione è quello di «garantire l'affidabilità dei dati ed evitare il greenwashing e il double counting»<sup>140</sup>.

Su questa base, il nuovo articolo L. 821-59 del *Code de Commerce* specifica che la verifica delle informazioni di sostenibilità sarà effettuata in conformità ai futuri standard europei di *assurance* per il *reporting* sostenibile<sup>141</sup> e che, nel frattempo, uno standard di pratica professionale adottato dalla *Haute autorité de l'audit* francese può costituire lo standard di *assurance* pertinente in base al quale sarà effettuato l'accreditamento.

L'articolo L. 232-6-3, III del *Code de Commerce* prevede che le informazioni sulla sostenibilità debbano essere verificate da un revisore legale o da un organismo terzo indipendente che sia accreditato come tale dal *Comité Français d'Accréditation (COFRAC)*. Ciò «dovrebbe consentire di mantenere un mercato della revisione aperto, stimolando la diversificazione dei servizi offerti, e contribuire a migliorare la qualità del servizio»<sup>142</sup>.

In questo contesto, è stata pubblicata una guida, aggiornata nell'ottobre 2024 dall'*Autorité de Normes Comptables* (Autorità francese per i principi contabili - ANC), per aiutare le imprese francesi soggette alla CSRD nell'adempimento degli obblighi di trasparenza imposti. Essa mira a riassumere alcuni aspetti degli ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) in lingua francese per facilitarne la comprensione e l'applicazione da parte delle imprese francesi<sup>143</sup>.

La CSRD richiede che l'attuazione delle sanzioni, applicabili sia alle società che ai revisori, a seconda dei casi, sia «efficace, proporzionata e dissuasiva», lasciando così agli Stati membri un margine di manovra.

A tal fine, il legislatore francese ha scelto di estendere il regime di responsabilità applicabile alle imprese soggette alla legge sul dovere di vigilanza del 27 marzo

gestione. Tali informazioni consentono al lettore di comprendere l'impatto dell'attività dell'impresa sui temi della sostenibilità, nonché il modo in cui tali temi influenzano lo sviluppo della sua attività, i suoi risultati e la sua situazione. I temi della sostenibilità comprendono questioni ambientali, sociali e di corporate governance».

- 140 Considerando (12), Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità.
- 141 Ai sensi dell'articolo 26(a) della Direttiva (UE) 2006/43 relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio e abroga la direttiva 84/253/CEE del Consiglio.
- 142 Rapporto al Presidente della Repubblica francese, 6 dicembre 2023, GU 7 dicembre 2023.
- 143 ANC, *Rapporto - Impiegare le ESRS : Un outil de pilotage au service de la transition*, 15 ottobre 2024. Occorre notare che l'uso degli ESRS (e del relativo contenuto) potrebbe anche essere influenzato dalle proposte del pacchetto *Omni-bus* adottato dalla Commissione europea. Secondo l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*, incaricato di definire l'ESRS), versioni semplificate dell'ESRS dovrebbero essere disponibili nell'ottobre 2025.

2017, modificata dalla legge sul clima e la resilienza del 22 agosto 2021<sup>144</sup>. Per questo motivo, le imprese che non rispettano l'obbligo di pubblicare un rapporto di sostenibilità rischiano di essere escluse dalle procedure di appalto pubblico e dai contratti di concessione<sup>145</sup>. Gli appalti pubblici svolgono quindi un ruolo nel «*raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile*»<sup>146</sup>.

Infine, il legislatore francese ha previsto che il mancato rispetto dell'obbligo di revisione delle informazioni pubblicate nell'ambito del quadro normativo sia punibile con un'ammenda di 30.000 euro e due anni di reclusione. Se l'audit viene ostacolato, le sanzioni possono arrivare fino a 75.000 euro e cinque anni di reclusione<sup>147</sup>.

## 2.2 La Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR

Il legislatore europeo non è stato il primo a richiedere agli investitori istituzionali di divulgare informazioni sul contributo dei loro prodotti agli obiettivi climatici e sui rischi finanziari associati alla transizione ecologica ed energetica, in quanto il legislatore francese era già intervenuto sulle informazioni extra-finanziarie divulgate dalle entità finanziarie, prima in modo limitato con *Grenelle II*, poi in modo completo con la riforma introdotta nel 2015 dall'articolo 173-VI della LTECV.

La LTECV ha ampliato la portata dei doveri di trasparenza non finanziaria nei mercati finanziari, rendendoli applicabili a tutti gli investitori istituzionali, e ha rafforzato l'obbligo di pubblicare informazioni su come i criteri ESG sono presi in considerazione nella politica di investimento. In particolare, questi criteri includono i rischi climatici e le risorse impiegate per contribuire alla transizione energetica ed ecologica.

L'esistenza di un quadro normativo nazionale così ricco ha sollevato la questione della possibilità di mantenerlo nell'ambito della legislazione domestica, anche laddove la SFDR prevede obblighi di trasparenza sui rischi di sostenibilità e di transizione ecologica e climatica nel contesto della politica di investimento.

Consapevole di questo problema, il legislatore europeo ha espressamente affermato nel considerando 28 della SFDR che «*il presente regolamento non dovrebbe impedire a uno Stato membro di adottare o mantenere in vigore disposizioni più rigorose in materia di pubblicazione delle politiche di adattamento ai cambiamenti climatici e di informazioni aggiuntive per gli investitori finali in merito ai rischi di sostenibilità, a condizione che i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari interessati abbiano la loro sede principale nel suo territorio. Tuttavia, tali disposizioni non dovrebbero*

144 Inoltre, l'articolo L. 238-1 rivisto della FCC consente a chiunque di presentare, nell'ambito di un procedimento giudiziario sommario, un'ingiunzione, soggetta a sanzione, di impegni vincolanti a produrre o comunicare informazioni relative alla sostenibilità, a seconda dei casi.

145 Codice degli appalti pubblici (PPC), artt. L. 2141-7-1 e L. 3123-7-1, modificato dall'articolo 27 dell'ordinanza.

146 PPC, art. L. 3.1.

147 Articolo L. 821-6 del *Code de Commerce*, modificato dall'articolo 15 dell'ordinanza.

*ostacolare l'effettiva applicazione del presente regolamento o il raggiungimento dei suoi obiettivi*<sup>148</sup>.

In tale contesto, la Francia ha deciso di sfruttare questa possibilità, con l'adozione dell'articolo 29 della legge sull'energia-clima dell'8 novembre 2019 (LEC), completata da un decreto attuativo n. 2021-663 del 27 maggio 2021 (decreto LEC 29), che ha ampliato la divulgazione di informazioni extra-finanziarie già richieste dall'articolo 173 della LTECV del 2015, integrando i requisiti stabiliti nella SFDR per quanto riguarda la pubblicazione di informazioni sulla sostenibilità sui servizi finanziari<sup>149</sup>.

La disciplina sull'informazione extra-finanziaria del Decreto 29 LEC si applica ai prestatori di servizi di investimento, tra cui le società di gestione patrimoniale (*Sociétés de Gestion de Portefeuille* o SGP), le compagnie di assicurazione, le società mutualistiche e gli enti previdenziali (che rientravano già nell'ambito di applicazione dell'articolo 173 della LTECV), ma anche a molte altre istituzioni finanziarie, tra cui: gli enti creditizi e le imprese di investimento che prestano a terzi i servizi di gestione patrimoniale e la consulenza in materia di investimenti, i riassicuratori, i fondi pensione integrativi professionali e la *Caisse des dépôts et des consignations* francese.

Con l'articolo 29 LEC e il decreto 29 LEC, la legislazione francese ha stabilito i doveri che integrano i requisiti SFDR<sup>150</sup>. Tuttavia, la portata degli obblighi specifici previsti dalla legislazione francese può essere parsa eccessiva ad alcuni operatori finanziari nazionali che si sono trovati assoggettati a un regime più severo rispetto ai regimi dei paesi europei vicini, senza parlare del quadro normativo di paesi terzi (ad esempio, il sistema statunitense).

Questa situazione rende ancora più rilevante l'attività delle autorità di vigilanza nazionali, poiché la finanza sostenibile non è solo opera del legislatore, ma anche degli organi di vigilanza e delle agenzie governative. In particolare, le autorità finanziarie di vigilanza o i "regolatori" francesi sono fondamentali per il successo dell'attuazione di questo quadro.

148 Considerando (28), Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 sulle informazioni relative alla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

149 AMF, *Rapport 29 de la Loi Energie Climat: l'AMF actualise sa doctrine afin de prévoir les modalités d'élaboration et de transmission*, 16 maggio 2023.

150 Nel caso delle SGP, la soglia per l'applicazione della disciplina francese si concentra sugli asset in gestione, ossia 500 milioni di euro di asset in gestione e/o in bilancio, rispetto alla soglia europea di 500 dipendenti a livello di entità. Di conseguenza, l'obbligo di comunicazione della LEC francese è stato applicato a circa 230 SGP, che rappresentano il 99% degli asset in gestione nel 2019 in Francia, rispetto alle sole 5 società di gestione patrimoniale che avrebbero dovuto seguire la soglia SFDR (si veda il rapporto Perrier, *Faire de la place financière de Paris une référence pour la transition climatique: un cadre d'actions*, 10 marzo 2022).

### 3 Il ruolo dell'organo di vigilanza francese nella transizione verso un sistema economico sostenibile

Come ha sottolineato l'ex presidente dell'AMF, Robert Ophèle, «*l'emergere di un modello finanziario che integri meglio le questioni di sostenibilità è una necessità; è vitale sia per il pianeta che per la finanza*»<sup>151</sup>.

La finanza sostenibile rappresenta una nuova sfida sia per gli operatori di mercato che per i regolatori, dato che i tradizionali requisiti di trasparenza del mercato imposti dalle normative finanziarie, di cui i regolatori sono i garanti, sono significativamente aumentati. L'AMF è un'autorità pubblica indipendente francese che ha il compito di garantire che i mercati funzionino in modo efficiente e che gli investitori ricevano informazioni accurate e trasparenti, a tutela degli investimenti in prodotti finanziari.

Quando si ha a che fare con un quadro normativo in evoluzione come quello in materia di finanza sostenibile, l'autorità di regolamentazione dei mercati finanziari ha un ruolo centrale nell'aiutare i partecipanti al mercato a comprendere e attuare le regole applicabili. L'AMF è quindi in prima linea per «*educare, chiarire e informare sulle regole applicabili* [alla finanza sostenibile]»<sup>152</sup>.

In questo contesto, in stretta collaborazione con altre autorità pubbliche, l'AMF intende «*fornire una leadership per una trasformazione ambiziosa, contribuendo a far progredire e a chiarire la regolamentazione e promuovendo un quadro giuridico coerente e di alta qualità*»<sup>153</sup>.

In generale, l'azione dell'AMF in relazione alla finanza sostenibile si basa su una prospettiva di lungo termine e mira a (i) sostenere e sensibilizzare tutti i partecipanti al mercato sulle migliori pratiche, (ii) incoraggiare l'"innovazione per la finanza sostenibile", (iii) garantire l'adeguatezza delle informazioni fornite nell'ambito della sua vigilanza e (iv) cooperare con altre autorità di regolamentazione e partecipare a progetti europei e internazionali.

In particolare, l'azione dell'AMF si basa principalmente sulle missioni di protezione e supporto assegnate al regolatore dal legislatore; l'implementazione di controlli tematici con un approccio educativo e di "controlli SPOT"<sup>154</sup> che aiutano a valutare le pratiche di finanza sostenibile e a segnalare pubblicamente le buone e le cattive pratiche, senza escludere la possibilità di sanzioni; la promozione di un «*ecosistema robusto e credibile*» attraverso la pubblicazione di rapporti sui problemi incontrati dagli operatori del mercato e la condivisione di posizioni e raccomandazioni con l'obiettivo di informare i partecipanti al mercato sulle aspettative del mercato; la promozione di

151 OPHÈLE R., 2018, AMF, *Quale ruolo per il regolatore? - Roadmap per la finanza sostenibile*.

152 BARBAT-LAYANI M-A., (2024), *Préface*, in MOULIN J.-M., NUSSENBAUM M., SCHILLER S., sous la direction scientifique, *La finance durable*, ed. LexisNexis, Paris.

153 Discorso di chiusura di Marie-Anne Barbat-Layani, Presidente dell'AMF – 20 years of the *Autorité des marchés financiers*, 23 novembre 2023.

154 Controlli SPOT - Supervisione delle Pratiche Operative e Tematiche.

un «*ecosistema robusto e credibile*»<sup>155</sup> attraverso la pubblicazione di rapporti sui problemi incontrati dagli operatori del mercato e la condivisione di posizioni e raccomandazioni con l'obiettivo di informare i partecipanti al mercato sulle aspettative dell'AMF, nonché attraverso la partecipazione ai lavori e alle consultazioni avviate dagli organismi istituzionali europei.

La missione del regolatore è stata ridefinita per supportare gli attori del mercato in un contesto in cui l'emergere di un modello finanziario che incorporava la sostenibilità stava diventando una tendenza fondamentale del mercato. Questa azione è apparsa necessaria alla luce dell'imponente intervento di nuove normative in materia<sup>156</sup>.

Nel 2019, la legislazione francese ha riconosciuto il ruolo essenziale che l'AMF deve svolgere e le ha affidato il compito specifico di «*garantire la qualità delle informazioni fornite dalle società di gestione sulla loro strategia di investimento e sulla gestione dei rischi legati agli effetti del cambiamento climatico*»<sup>157</sup>. In risposta a questo riconoscimento legislativo, l'AMF ha istituito una Commissione per il Clima e la Finanza Sostenibile, che riunisce una ventina di membri di tutte le provenienze (ad esempio, in rappresentanza degli operatori di mercato, del mondo accademico, delle autorità e delle organizzazioni non governative) per aiutare l'AMF *Collège*<sup>158</sup> nel suo processo decisionale.

Oltre alle sue missioni di *protezione e supporto*, l'AMF deve chiarire le sue aspettative ai partecipanti al mercato<sup>159</sup>, in particolare definendo le buone e le cattive pratiche identificate attraverso i controlli effettuati coinvolgendo i partecipanti al mercato ispezionati, condividendo le lezioni apprese da tali esercizi pratici.

Ad oggi, l'AMF ha fatto della «*promozione di una finanza più sostenibile e resiliente*», insieme alla protezione degli investitori e alla promozione dell'innovazione, uno dei principali obiettivi dei suoi orientamenti strategici 2023-2027<sup>160</sup>. L'AMF intende fornire «*indicazioni agli operatori di mercato su come applicare al meglio la legislazione europea*»<sup>161</sup>.

Inoltre, l'AMF intende contribuire alla finalizzazione di un quadro normativo europeo e internazionale chiaro e coerente<sup>162</sup>. Tale contributo consiste innanzitutto nella presentazione da parte dell'AMF di «*proposte, sia all'interno dell'ESMA che ai co-legislatori, per migliorare la completezza e la coerenza del quadro normativo europeo*».

155 J.-M. MOULIN, M. NUSSENBAUM, S. SCHILLER, *sous la direction scientifique, La finance durable*, ed. LexisNexis.

156 AMF, *Impact 2027 - Orientations stratégiques 2023-2027*, giugno 2023.

157 Legge n. 2019-486 del 22 maggio 2019 sulla crescita e la trasformazione delle imprese, nota come "Loi PACTE".

158 Il principale organo decisionale, dotato di poteri interdittivi e sanzionatori dell'AMF.

159 AMF, *Quale ruolo per il regolatore? - Roadmap per la finanza sostenibile*, novembre 2018.

160 AMF, *Rapport Impact 2027 - Orientations stratégiques 2023-2027*, giugno 2023.

161 *Ibidem*.

162 Tale contributo consiste innanzitutto nella presentazione di proposte da parte dell'AMF, sia all'interno dell'ESMA che ai co-legislatori, per migliorare la completezza e la coerenza del quadro normativo europeo. In definitiva, l'obiettivo è quello di ottenere requisiti chiari e sufficientemente semplici che soddisfino le esigenze degli investitori.

*In definitiva, l'obiettivo è quello di ottenere requisiti chiari e sufficientemente semplici che soddisfino le esigenze degli investitori*<sup>163</sup>.

In secondo luogo, l'AMF intende «garantire la qualità delle informazioni non finanziarie, i cui requisiti fanno parte di un quadro normativo europeo complesso e ambizioso». L'AMF intende fornire «indicazioni agli operatori di mercato su come applicare al meglio la legislazione europea»<sup>164</sup>.

Infine, al di là del territorio nazionale, l'AMF è impegnata nella «transizione verso lo standard europeo»<sup>165</sup>, poiché considera l'emergenza climatica «una priorità assoluta»<sup>166</sup> e intende continuare a partecipare allo sforzo normativo a livello europeo.

## 4 L'incidenza delle innovazioni unionali nella sfera dell'autoregolamentazione e nella società civile

In occasione della prima Giornata della finanza climatica, tenutasi a Parigi nel maggio 2015, le associazioni professionali che rappresentano la piazza finanziaria di Parigi (*Place financière de Paris*) avevano già dichiarato collettivamente il loro sostegno all'opinione condivisa degli scienziati secondo la quale le emissioni di gas a effetto serra hanno un'influenza significativa sul clima.

Con una dichiarazione congiunta, confermata in particolare dall'*Association Française de la Gestion financière* (l'organizzazione professionale rappresentativa dei gestori di attivi- AFG) e dalla *Fédération Bancaire Française* (l'organismo privato che rappresenta tutte le banche operanti in Francia - FBF), le già menzionate associazioni professionali si sono impegnate ad adottare le misure necessarie per garantire che l'industria finanziaria dia il suo contributo per accelerare la trasformazione verso un'conomia a basse emissioni di carbonio<sup>167</sup>.

163 *Ibidem*.

164 AMF, *Rapport Impact 2027 - Orientations stratégiques 2023-2027*, giugno 2023.

165 *Ibidem*.

166 Discorso di M.-A. Barbat-Layani, Presidente dell'AMF - *Presentazione del rapporto annuale 2022 e degli orientamenti strategici 2023-2027 dell'AMF*, 26 giugno 2023.

167 Dichiarazione dei partecipanti al centro finanziario di Parigi sul cambiamento climatico, 22 maggio 2015. Dichiarazione co-firmata da:

l'*Agence Française Anticorruption* (AFA): l'agenzia che si occupa di trasparenza, lotta alla corruzione e modernizzazione della vita economica;

l'*Association Française de la Gestion financière* (AFG): l'organizzazione professionale per la gestione patrimoniale; la *Fédération Bancaire Française* (FBF): l'organismo di categoria che rappresenta tutte le banche operanti in Francia;

l'*Association Française des Investisseurs pour la Croissance* (AFIC), ora nota come France Invest, è un'associazione di categoria che rappresenta oltre 440 società di gestione patrimoniale francesi e quasi 200 società di consulenza;

l'*Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises* (ORSE), un'organizzazione che sostiene le strategie di RSI nelle aziende;

*Paris Europlace*: un'associazione creata nel 1993 per promuovere e sviluppare il centro finanziario di Parigi; e

la *Société Française des Analystes Financiers* (SFAF): associazione professionale che rappresenta gli analisti finanziari in Francia.

A loro avviso, gli attori della piazza finanziaria parigina hanno un ruolo da svolgere nel contesto della finanza sostenibile e della transizione verde.

In quanto tali, queste associazioni si sono impegnate a creare una vera e propria offerta di prodotti e servizi finanziari sostenibili, promuovendo e sviluppando i loro investimenti e le loro offerte di investimento che integrano i criteri ESG, e le loro offerte di finanziamento con un valore aggiunto ambientale e sociale. Inoltre, si sono impegnate ad aprire un dialogo con i propri clienti su come tenere maggiormente conto dei rischi legati al clima e a continuare a sviluppare prodotti assicurativi che consentano agli operatori economici di proteggersi dai rischi climatici.

Più che un insieme di parole, questa dichiarazione ha portato alla creazione, nel giugno 2017, di *Finance for Tomorrow*<sup>168</sup> che, come filiale di Europlace, intendeva incarnare questo movimento e fare della finanza verde e sostenibile una forza trainante nello sviluppo della piazza finanziaria parigina.

Il 2 luglio 2019, le stesse organizzazioni finanziarie hanno rinnovato la loro posizione in una dichiarazione congiunta impegnandosi a: (i) incoraggiare i propri membri ad adottare una strategia per il carbone con un calendario per il ritiro e la comunicazione nelle loro relazioni extra-finanziarie a partire dall'esercizio finanziario 2020, (ii) continuare il lavoro metodologico in collaborazione con le autorità di vigilanza sulla valutazione dell'esposizione del portafoglio ai rischi climatici e sull'allineamento dei portafogli di investimento a uno scenario di 2°C, e (iii) creare un osservatorio dei risultati e delle azioni degli operatori del mercato finanziario di Parigi nel campo della finanza verde e sostenibile.

Nel giugno 2023 è stata pubblicata una nuova dichiarazione dei partecipanti alla piazza finanziaria di Parigi sul cambiamento climatico, questa volta finalizzata ad accelerare la mobilitazione del settore privato, già in corso dal 2015. Gli operatori finanziari francesi hanno quindi avanzato alcune richieste, come (i) il rafforzamento degli strumenti di finanziamento concessi dalle istituzioni pubbliche, consentendo così un finanziamento "misto" per indirizzare il capitale privato verso il raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibile nei Paesi in via di sviluppo e (ii) la creazione di un forum dedicato alla collaborazione e all'accelerazione dei finanziamenti privati verso i Paesi emergenti.

In una valutazione delle azioni intraprese a seguito di tali dichiarazioni, le associazioni degli operatori della piazza finanziaria parigina hanno evidenziato le ambiziose politiche settoriali sui combustibili fossili attuate dalle banche francesi, che hanno portato all'introduzione di politiche di disimpegno dal carbone. Le banche francesi si sono anche distinte per l'emissione di obbligazioni verdi. Inoltre, dal 2020, nessuna banca francese finanzia nuovi progetti di centrali elettriche a carbone o di miniere di carbone termico<sup>169</sup>.

168 La *Green & Sustainable Finance Initiative* è stata lanciata nel 2016 da *Paris Europlace*, è stata rinominata *Finance for Tomorrow* nel giugno 2017 ed è diventata l'*Institut de la Finance Durable* nel gennaio 2023.

169 Comunicato stampa - *Institut de la finance durable, La mobilitazione della piazza finanziaria di Parigi testimonia un forte impegno per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi*, 7 dicembre 2023.

Sulla stessa scia delle dichiarazioni congiunte sopra accennate, l'FBF e l'*Association française des marchés financiers* (Associazione francese dei mercati finanziari - AMAFI) hanno lanciato una carta dei prodotti strutturati ESG in coordinamento con l'AMF. L'obiettivo era quello di stabilire un quadro uniforme di pratiche e regole specifiche per i prodotti strutturati, per garantire che un prodotto strutturato che si presenta come ESG sia effettivamente conforme a determinati obblighi. L'obiettivo era anche quello di consentire agli emittenti e ai distributori di qualificare e identificare i prodotti strutturati che soddisfano i criteri di sostenibilità.

La carta si basa sulle normative europee in materia di finanza sostenibile (SFDR, *Taxonomy*, *Green Bond Principles* e *Social Bond Principles* dell'ICMA), sulle iniziative internazionali in materia di sostenibilità e sulla dottrina dell'AMF. Aderendo, gli emittenti dichiarano di integrare i requisiti nel loro sistema di controllo interno e di attuarli.

Gli impegni assunti dalle associazioni degli operatori finanziari sono stati tuttavia criticati da osservatori e *stakeholders* della società civile perché «*ancora molto ampi, poco precisi e, in ultima analisi, poco esigenti o vincolanti*»<sup>170</sup>.

Questa critica deriva dalla necessità di un forte impegno da parte di questi attori del mercato sia per smettere di partecipare al finanziamento delle attività che hanno il maggiore impatto sul clima, sia per indirizzare i loro finanziamenti verso attività che hanno già compiuto o dovrebbero compiere la transizione verso un modello sostenibile.

In Francia, le grandi banche sono state sottoposte a un forte controllo a causa delle loro azioni (o inazione) e della loro partecipazione al finanziamento di progetti ritenuti pregiudizievoli da un punto di vista ecologico, socialmente responsabile e sostenibile<sup>171</sup>.

Anche se questo controllo da parte della società civile non è puramente legato alla regolamentazione finanziaria, i bersagli sono spesso le istituzioni finanziarie, considerate i principali attori responsabili della transizione ecologica (e del suo finanziamento). La rilevanza della transizione ecologica e della sostenibilità ha persino portato alla creazione di un tribunale specializzato e di una sezione della Corte d'Appello di Parigi dedicata alle controversie relative a questioni ecologiche e ambientali.

In Francia, già nel 2013 e molto prima della definizione offerta dalle ANC, il *Vocabulaire de l'environnement de la Commission générale de terminologie* ha coniato il termine di "image greening" e lo ha definito come «*l'attribuzione abusiva di qualità ecologiche a un prodotto, a un servizio o a un'organizzazione*», osservando che troviamo anche il termine "eco-whitening", il cui «*equivalente straniero è greenwashing*».

170 MOULIN J.-M., NUSSENBAUM M., SCHILLER S., (2024), *sous la direction scientifique, La finance durable*, ed. LexisNexis, Parigi.

171 BNP Paris e altre grandi banche francesi sono state coinvolte in alcune controversie legali a causa della loro partecipazione attiva al finanziamento delle energie fossili (BNP Paribas contro le ONG *Les Amis de la Terre*, *Notre Affaire à tous* Oxfam), della deforestazione (BNP Paris contro la ONG *Notre Affaire à Tous* l'associazione brasiliana *Comissão Pastoral da Terra*) o dell'estrazione mineraria (Crédit Agricole, BNP Paribas e BPCE contro la ONG colombiana *Tierra Digna*).

Per quanto riguarda i beni o i servizi, il Codice del Consumo francese (*Code de la consommation - FCC*) definisce il *greenwashing* come qualsiasi «asserzione, indicazione o presentazione falsa o suscettibile di indurre in errore [i consumatori e gli investitori] sulle caratteristiche essenziali del bene o del servizio, vale a dire: le sue qualità sostanziali, la sua composizione [...], le sue proprietà e i risultati attesi dal suo utilizzo, in particolare il suo impatto ambientale e la portata degli impegni dell'inserzionista, in particolare in materia di ambiente»<sup>172</sup>.

Sebbene non esista una disposizione analoga nel Codice monetario e finanziario francese (*Code monétaire et financier - FMFC*), ciò non implica affatto che la pratica stessa non sia punibile ai sensi delle disposizioni esistenti in materia. Con l'avvento della finanza sostenibile, il tradizionale requisito della trasparenza nel diritto finanziario si è naturalmente esteso ai nuovi requisiti ambientali e l'articolo L. 621-1 del FMFC prevede che l'AMF garantisca la qualità delle informazioni fornite agli investitori.

Per quanto riguarda i fornitori di servizi di investimento, l'articolo L. 533-12 del FMFC stabilisce che «*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni promozionali, inviate da un fornitore di servizi di investimento diverso da una società di gestione patrimoniale ai clienti, in particolare ai potenziali clienti, devono essere accurate, chiare e non fuorvianti*». Gli investitori devono quindi essere in grado di prendere una decisione di investimento o di disinvestimento consapevole e di affidare la gestione del proprio patrimonio con cognizione di causa, sia per quanto riguarda le caratteristiche degli investimenti, sia per quanto riguarda i rischi connessi<sup>173</sup>.

Le informazioni fornite dagli emittenti sono soggette a una serie di obblighi, tra cui il rispetto dei requisiti del Regolamento europeo sugli abusi di mercato (Regolamento MAR), che vieta agli emittenti di «*diffondere informazioni [...] che forniscano o siano suscettibili di fornire segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario*»<sup>174</sup>, e gli obblighi di informativa periodica e continuativa, che includono i numerosi obblighi relativi ai pilastri ESG. e gli obblighi di informativa periodica e continuativa, che includono i numerosi obblighi relativi ai pilastri ESG.

Più in generale, l'articolo 223-1 del Regolamento generale dell'AMF (RGAMF)<sup>175</sup> stabilisce che «*le informazioni fornite al pubblico dall'emittente devono essere accurate, precise e veritieri*»<sup>176</sup>.

Alcuni autori hanno sottolineato che «*quando si tratta di informazioni non finanziarie, la nozione di accuratezza e precisione è ovviamente valutata in modo meno*

172 Articolo L. 121-2 del FCC, modificato dalla legge sul clima e la resilienza del 22 agosto 2021.

173 AMF, Commissione delle sanzioni, 21 settembre 2012, SAN-2012-15.

174 Articolo 12, Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato).

175 Il *Règlement Général de l'AMF (RG AMF)* è un quadro normativo francese che mira a proteggere gli investitori, a garantire la trasparenza dei mercati finanziari e ad assicurare l'integrità delle pratiche degli operatori finanziari.

176 *Ibidem*.

*rigoroso rispetto alle informazioni contabili, nella misura in cui non esiste un unico standard applicabile a tutte le società, ma il principio rimane lo stesso, nel senso che se le informazioni non finanziarie fuorviano il mercato sulla situazione reale e sulle prospettive di un emittente, potrebbero essere fonte di sanzioni»<sup>177</sup>.*

Pertanto, secondo le regole del mercato francese, le informazioni ESG pubblicate dagli istituti finanziari possono essere sanzionate se sono false o fuorvianti per gli investitori (cioè se costituiscono *greenwashing*).

La questione della severità delle sanzioni si pone in un contesto normativo ancora in fase di costruzione e in cui la necessità di standard chiari da soddisfare da parte degli attori del mercato diventa più forte che mai. Inoltre, il rischio di danni alla reputazione e di sanzioni è chiaramente presente, e con esso l'emergere di un nuovo fenomeno: il *greenhushing*.

Dall'altro lato dello spettro, il *greenhushing* è una pratica in cui gli attori, di fronte a regole sempre più tecniche, scelgono di sottovalutare o addirittura di non comunicare le proprie prestazioni ambientali per paura di essere accusati di *greenwashing*, pur avendo intrapreso azioni genuine a favore dell'ambiente. Questo fenomeno contribuisce a minimizzare l'importanza della considerazione delle questioni ambientali da parte delle imprese e, nella misura in cui il comportamento del mercato è un comportamento di tendenza, a rallentare il movimento nel suo complesso.

Nel gennaio 2023, l'Associazione francese dei mercati finanziari (AMAFI), nella sua risposta alla consultazione delle autorità di vigilanza europee sul *greenwashing*, ha avvertito che i rischi significativi di contenzioso e di reputazione potrebbero scoraggiare le imprese e gli investitori nella loro trasformazione verso la sostenibilità (dando luogo, per l'appunto, al *greenhushing*). In effetti, alcune imprese di investimento potrebbero preferire non comunicare le caratteristiche di sostenibilità dei loro prodotti, anche se questi si sono impegnati a raggiungere obiettivi ESG<sup>178</sup>.

<sup>177</sup> MARTIN, D.G., (2020), *La responsabilità dei dirigenti nei confronti della società, dei suoi azionisti e del mercato in relazione ai fattori climatici*, n. 4.

<sup>178</sup> AMAFI, *ESAs call for evidence on better understanding greenwashing - AMAFI's answer*, 11 gennaio 2023.

Inoltre, un rapporto di South Pole del 2024 ha indicato che la maggior parte delle aziende francesi sta riducendo drasticamente la propria comunicazione sulle azioni per il clima, soprattutto a causa del quadro normativo.



# Conclusioni

(G. Mollo e L. Picardi)

Lo studio, dopo avere sinteticamente tratteggiato gli aspetti salienti della normativa europea in tema di sostenibilità, per un verso, offre una ricostruzione in chiave critica dell'impatto della legislazione euro-unitaria sugli obblighi di trasparenza e sul governo delle imprese azionarie italiane, per l'altro, mira a dare conto del carattere dinamico che è proprio dell'ordinamento francese.

In particolare, con riferimento ai profili della disciplina italiana, si segnala la sussistenza in capo agli amministratori delle società tenute a osservare la rendicontazione di sostenibilità di doveri riguardanti la predisposizione di idonei presidi organizzativi, al fine di rilevare i possibili impatti negativi dell'attività d'impresa e di descrivere e gestire i rischi ai quali la stessa è, sotto tale profilo, esposta.

Gli adempimenti connessi alla rendicontazione di sostenibilità si sostanziano nell'esercizio di poteri funzionali e vincolati degli amministratori riferiti a varie prestazioni gestorie. Si tratta di poteri funzionali, vincolati sia dalle finalità di interesse generale sottese alla regolazione della trasparenza, sia dal dovere fiduciario verso i soci di perseguire l'interesse sociale, che nelle società azionarie rimane sostanzialmente contrattualistico. La disciplina in materia di trasparenza di sostenibilità, collocata sullo sfondo sistematico degli artt. 9 e 41, comma 2, Cost., nonché dell'art. 3 TFUE, consente di conciliare il perseguimento di interessi eminentemente endosocietari – che oggi tendono a essere racchiusi nella formula del "successo sostenibile" – con la "considerazione" di interessi "esterni", da taluni ritenuti meritevoli di protezione sulla base della clausola generale del *neminem laedere*.

Anche la logica che guida la gestione orientata al successo sostenibile di cui al Codice di Corporate Governance resta quella tradizionale, dove l'impresa è tesa alla creazione di valore (a lungo termine) per gli azionisti, rispetto alla quale gli obiettivi propri dello sviluppo sostenibile restano in principio estranei.

Ne emerge una valutazione critica circa la compatibilità e gli effetti della legislazione europea sull'ordinamento italiano, all'esito di un esame che conduce, in sintesi, alla necessità di una rielaborazione (anche legislativa) della nozione di scopo sociale.

Si constata positivamente, poi, che la transizione alla sostenibilità è stata pienamente integrata dalla Consob nella sua pianificazione strategica e operativa. In particolare, è stato affidato a una funzione trasversale l'incarico di porre in essere iniziative volte allo sviluppo della sostenibilità dell'Istituto, nonché di assicurare l'efficienza e l'efficacia dell'attività in materia ESG nei confronti delle diverse categorie di soggetti vigilati.

Quanto ai profili della disciplina francese, lo studio ricostruisce un quadro normativo della finanza sostenibile che, come si è dimostrato, in parte anticipa le innovazioni introdotte nel contesto normativo europeo (*ex multis*, Legge *Fabius* del 19 febbraio 2001; Legge del 15 maggio 2001 sui nuovi regolamenti economici; Legge *Grenelle* del 3 agosto 2009, relativa all'attuazione della Tavola rotonda sull'ambiente; Legge *Grenelle II* del 12 luglio 2010, Legge n. 2010-788; Riforma francese della transizione energetica per la crescita verde, LTECV, del 2015; Articolo 29 della Legge sull'energia-clima dell'8 novembre 2019; Legge del 23 ottobre 2023 sull'industria verde). L'analisi si concentra sulla regolazione della finanza sostenibile, che è comunque legata da un rapporto biunivoco al dibattito riferito allo sviluppo sostenibile e a quello sul buon governo delle imprese. L'assunto trova conferma nella circostanza che l'elaborazione di discipline sulla finanza sostenibile s'intreccia con l'introduzione di norme di gestione sostenibile dell'impresa azionaria aventi un peculiare contenuto. È quanto accaduto proprio in Francia con la riforma del 2019, là dove la *Loi Pacte* (Loi n. 2019-486 du 22 mai 2019, art. 169), ha modificato, fra l'altro, gli artt. 1833 e 1835 del *Code Civil* (nonché, conseguentemente, alcuni articoli del Codice di commercio sui doveri degli amministratori di "società anonima").

Il *fil rouge* dello studio è rappresentato dalla constatazione della sempre più pervasiva influenza esercitata dalla regolazione in tema di sostenibilità sull'attività delle imprese, in specie quelle complesse, di grandi dimensioni e aperte al mercato dei capitali.

Il lavoro sottolinea, dunque, come le innovazioni introdotte dal Legislatore dell'Unione europea in materia di sostenibilità, pur con diversa intensità, influiscano in modo significativo sull'assetto organizzativo dell'impresa, nonché sull'esercizio dei poteri e sulle responsabilità degli amministratori.

Nonostante i più recenti interventi di semplificazione, di alleggerimento e di differimento dell'entrata in vigore della CSRD e della CS3D, posti in essere dall'Unione europea, in risposta a esigenze di contenimento degli oneri per le imprese e di salvaguardia della competitività del sistema economico, gli obiettivi perseguiti dalla legislazione euro-unitaria non paiono essere mutati.

Tale processo di trasformazione non è dovuto, peraltro, alla sola azione del legislatore, ma vede un coinvolgimento articolato delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari, degli operatori economici – attraverso iniziative di adesione volontaria – e, in misura non trascurabile, della stessa società civile.

## Bibliografia

- Aa. Vv. (2020), Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars, in *Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series No. 20-12*
- Amatucci, C. (2022), Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori, in *Giur. comm.*, I p. 612 ss.
- Amato, G., Pierotti, N., Benvenuto, R. (2021), Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la sfida delle sustainability disclosures, in *dirittobancario.it*, p. 1 ss.
- Angelici, C. (2018), Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa, in *Riv. soc.*, 3 ss.
- Barcellona, E. (2022), Shareholderism versus stakeholderism, *Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano
- Bebchuk, L. (2013), The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value, in *Colum. L. Rev.*, p. 1637 ss.
- Benazzo, P. (2020a), Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità, in *Società*, p. 440 ss.
- Benazzo, P. (2020b), Organizzazione e gestione dell'«*impresa complessa*»: compliance, adeguatezza ed efficienza. E pluribus unum, in *Riv. soc.*, p. 1197 ss.
- Bianchini, M. (2024), Some Backdrops and Perspective Scenarios about the Emerging 'Law of Sustainable Business Organizations', in *The Italian Law Journal*, vol. 10, p. 297 ss.
- Bussoletti, M., De Biasi, P. (2004), sub art. 2423-bis, in *Società di capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, *Jovene*, Napoli, 2, p. 993 ss.
- Calvosa, L. (2022) La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione, in *Riv. soc.*, p. 321 ss.
- Campobasso, M. (2024), Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza, in *Banca borsa tit. cred.*, p. 1 ss.
- Capelli, I. (2023), Le politiche di remunerazione degli amministratori nelle società quotate tra la massimizzazione del valore per gli azionisti e il perseguitamento della sostenibilità ambientale e sociale: un percorso ancora agli inizi, in *Rivista ODC*, p. 755 ss.

- Caprara, A. (2025), I soggetti tenuti alla rendicontazione di sostenibilità (individuale o consolidata), in Genovese, A., a cura di, *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile, Passigli Editori*, Firenze, p. 21 ss.
- Cerrato, A. (2022), Appunti per una "via italiana" all'ESG: l'impresa "costituzionalmente solidale" (anche alla luce dei "nuovi" artt. 9 e 41, comma 3, Cost.), in *Analisi giur. dell'econ.*, p. 63 ss.
- Cian, M. (2025), Educare (informando) il consumatore per educare le imprese: la direttiva UE 825/2024 sulla transizione verde, in *Giur. comm.*, I, p. 61 ss.
- Ciocca, N. (2019), Sostenibilità dell'attività d'impresa e doveri degli amministratori, in Massa F., a cura di, *Sostenibilità Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane, Giappichelli*, Torino, p. 77 ss.
- Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, alla Banca Centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, 2018, 4, rep. al seguente indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097>.
- Davola, A. (2022), 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 *Rivista di diritto bancario*, p. 222
- Del Giudice, A. (2019), La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, *Giappichelli*, Torino
- Denozza, F. (2021), Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo *short-termism* e come se ne può uscire con l'aiuto degli *stakeholders*, in *Riv. soc.*, p. 303 ss.
- Denozza, F. (2023), Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali, in *Rivista ODC*, p. 587 ss.
- Denozza, F. (2015), Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?, in *Rivista ODC*, p. 1 ss.
- Enriques, L. (2025), Interesse sociale e conflitto d'interessi, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, t. II, p. 1307 ss.
- Enriques, L., Gatti, M., Shapira, R. (2025), How the EU's Sustainability Due Diligence Directive Could reshape Corporate America, *ECGI Law Working Paper* N° 81772025, reperibile sul sito [http://ssrn.com/abstract\\_id=5083571](http://ssrn.com/abstract_id=5083571).
- Enriques, L. (2024), Sostenibilità, transizione ecologica, geopolitica, "azionariato universale": gli impatti su interesse sociale e conflitto d'interessi, in *RDS*, p. 703 ss.

EY, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, (2020), 23, reperibile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>;

Ferrarini, G. (2024), Unione europea e società per azioni: verso un diritto del capitalismo responsabile, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, 31 ss.

Genovese, A. (2023), La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria, Il *Mulino*, Bologna.

Genovese, A. (2024a), Dalla dichiarazione non finanziaria alla comunicazione societaria di sostenibilità, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 659 ss.

Genovese, A. (2024b), La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, p. 1 ss.

Genovese, A. (2025), Rendiconto di sostenibilità e gestione sostenibile dell'impresa azionaria (anche di gruppo), in *Ead., a cura di, La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile, Passigli Editori*, Firenze, p. 187 ss.

Gilotta, S. (2024), Green Bonds: A Legal and Economic Analysis, in Kuntz T. (ed.), Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance, Edward Elgar, Cheltenham, p. 226 ss., reperibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=4427927>;

Ginevra, E. (2023), Il Codice di Corporate Governance: Introduzione e Definizioni (con un approfondimento sul "Successo sostenibile"), in *Riv. soc.*, p. 1017 ss.

Guizzi, G. (2017), Interesse sociale e governance delle società pubbliche, in *Id., a cura di, La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n. 175/2016, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 3 ss.

Guizzi, G. (2024a), Gestione dell'impresa e interferenze di interessi, *Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano.

Guizzi, G. (2024b), La sostenibilità sub specie iuris, in Nuovo dir. civ., p. 3 Guizzi G. (2023), Modelli, composizione e nomina degli organi di amministrazione e controllo nelle società quotate, in *Montalenti P., Notari M., a cura di, Il diritto societario europeo: quo vadis?, Atti del Convegno, Courmayeur, 23-24 settembre 2022, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, pp. 209 ss.

Irti, N. (2024), Sul potere planetario dell'insostenibile, in *Riv. dir. civ.*, I, p. 1035 ss.

Lembo, M. (2023), Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria, in *Dir. comm. int.*, p. 63 ss.

- Libertini, M. (2023), Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale, in *Contr. impr.*, p. 54 ss.
- Libertini, M. (2025), Prefazione, in Genovese A., a cura di, *La trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile*, Passigli Editori, Firenze, p. 7 ss.
- Marchetti, P. (2020), Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate, in *Riv. soc.*, 2020, 272
- Marchetti, P. (2024), Dal convegno del 1966 ad oggi: evoluzione della società per azioni, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, t. 1, p. 9 ss.
- Maugeri, M., (2024) Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 915 ss.
- Mayer, C. (2024), The profit and purpose of a corporation, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 61 ss.
- Mollo, G. (2022), Il "successo sostenibile" delle società quotate, in Capolupo, C., Maffioli, R., a cura di, *Emergenza pandemica disciplina dell'emergenza e sospensione delle garanzie costituzionali Un primo bilancio*, ESI, Napoli.
- Montalenti, P. (2011), La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale, in *Riv. dir. soc.*, p. 820 ss.
- Montalenti, P. (2018), L'interesse sociale: una sintesi, in *RDS*, p. 180 ss.
- Montalenti, P. (2022), La nuova società quidata: quali prospettive?, in Montalenti, P., Notari, M., a cura di, *La nuova società quidata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, Giuffrè, Milano, p. 13 ss.
- Montalenti, P. (2024), La "rivoluzione" ESG, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 735 ss.
- Perrino, M. (2024), Adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e contabile e doveri degli imprenditori e degli amministratori, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 1040 ss.
- Rescigno, M. (2023), L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori, in *Rivista ODC*, p. 630 ss.

- Rossi, S. (2021), Il diritto della Corporate Social Responsibility, in *Rivista ODC*, p. 107,
- Scognamiglio G. (2024), Gruppi di imprese e sostenibilità, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 1279 ss.
- Siri, M. (2024), Finanza sostenibile e greenwashing, in Marchetti, P., Rossi, S.P., Strampelli, G., Urbani, F., Ventoruzzo, M., a cura di, *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2023, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 761 ss.
- Spolidoro, M.S. (2019), Note critiche sulla gestione dell'impresa nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci), in *Riv. soc.*, p. 253 ss.
- Stanzione, D. (2021), Il "successo sostenibile" dell'impresa socialmente responsabile, *Universitas Studiorum*, Mantova
- Stella Richter jr., M. (2021), Long-termism, in *Riv. soc.*, p. 16 ss.
- Stella Richter jr., M. (2022), Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi, in *Riv. soc.*, p. 714 ss.
- Stella Richter jr., M. (2024a), Sostenibilità e doveri, poteri e diritti degli amministratori. Riflessioni sul diritto societario nell'antropocene, in *Riv. soc.*, p. 1081 ss.
- Stella Richter jr., M. (2024b), Gli scopi societari della grande impresa complessa (in particolare quotata). I vincoli giuridici e gli obiettivi economici, in *Cera, M., a cura di, Grandi imprese, sostenibilità, compliance, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 1 ss.
- Tombari, U. (2018), Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società", in Montalenti, P., Notari, M., a cura di, *La nuova società quotata: Tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance, Giuffrè Francis Lefebvre*, Milano, p. 37 ss.
- Tombari, U. (2021), Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale", in *Riv. soc.*, p. 1 ss.
- Trovatore, G. (2024), Sull'enforcement degli obblighi di sostenibilità nel mercato finanziario, in *Giur. comm.*, p. 618/l
- Varani, D., Lunetta, D., Di Martino, D. (2022), ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento, in *diritto bancario.it*, p. 47
- Ventoruzzo, M., (2024a), Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa, in *Riv. soc.*, 2024, p. 447 ss.
- Ventoruzzo, M., (2024b), Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul "successo sostenibile", in *Riv. soc.*, p. 129



# Collana Finanza sostenibile

- 6 – dicembre 2025** **Sistemi giuridici a confronto**  
La risposta del sistema italiano e di quello francese  
alle innovazioni unionali in tema di finanza sostenibile  
*G. Mollo, L. Picardi, J.B. Poulle, E. Rodriguez; con prefazione di J. Mähönen*
- 5 – marzo 2025** **L'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale:  
un'analisi della disclosure societaria**  
Primi spunti di riflessione  
*M.C. Lena, F. Fancello, M.G. Altamura, V. Anzellotti, C. Bisogno, S. Coccia,  
G. Di Stefano, R. Ertman, I. Fabbiani, M. Mencarelli, L. E. Olita, M. Tartaglione*
- 4 – maggio 2024** **L'impatto del fattore ESG sulla performance industriale**  
Un'analisi con tecniche di *machine learning*  
*M. Palynska, F. Medda, V. Caivano, G. Di Stefano, F. Scalese*
- 3 – novembre 2022** **Interesse verso gli investimenti sostenibili**  
Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani  
sulla base delle indagini CONSOB  
*D. Costa, M. Gentile, N. Linciano*
- 2 – giugno 2022** **Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia**  
Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento  
e delle attività di *stewardship* da parte dei gestori di attivi  
*S. Anchino, A. Ciavarella, P. Deriu, F. Fiore, S. Nocella, M. Tambucci, A. Turi;  
con la collaborazione di G. Carotenuto, D. Gariboldi, S. La Civita, E. Levantini, A. Russo*
- 1 – giugno 2021** **La finanza per lo sviluppo sostenibile**  
Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce  
dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea  
*N. Linciano, E. Cafiero, A. Ciavarella, G. Di Stefano, E. Levantini,  
G. Mollo, S. Nocella, R. Santamaria, M. Taverna*