

Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione non finanziaria

Concluding remarks on the purposes of non-financial information

Anna Genovese, Serenella Rossi *

ABSTRACT:

La prima parte dell'intervento verte sui rapporti tra trasparenza societaria ESG e massimizzazione del valore per gli azionisti; e sui rapporti tra trasparenza (e informazione) finanziaria e non finanziaria. La seconda parte si concentra sulle funzioni e sugli effetti dell'informazione non finanziaria e sul novero dei suoi destinatari, alla luce dell'evoluzione del diritto europeo in materia di *Corporate Sustainability*.

The first part of the paper focuses on the relationship between ESG corporate transparency and shareholder value maximisation and on the relationship between financial and non-financial information (and transparency). The second part focuses on the functions and effects of non-financial information and the scope of its recipients, in the light of the evolution of European corporate sustainability law.

SOMMARIO:

1. Regolamentazione della trasparenza ESG degli emittenti e canone di gestione dell'impresa azionaria. – 2. Gli effetti dell'informazione non finanziaria e la partecipazione degli *stakeholders* al perseguimento dello sviluppo sostenibile.

* Anna Genovese è professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università degli Studi di Verona; e-mail: anna.genovese@univr.it; Serenella Rossi è professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università degli Studi dell'Insubria; e-mail: serenella.rossi@uninsubria.it. Il presente scritto è frutto di una riflessione comune delle autrici. Il paragrafo 1 è stato redatto da Anna Genovese; il paragrafo 2 è stato redatto da Serenella Rossi.

1. *Regolamentazione della trasparenza ESG degli emittenti e canone di gestione dell'impresa azionaria.*

Grazie al Prof. Angelici che presiede e grazie a Francesco Denozza, a Giuliana Scognamiglio e a tutti i Colleghi e Amici della Direzione della Rivista per l'invito. Sono lieta e onorata di svolgere qualche considerazione a margine della sessione di lavori del Convegno dedicata ai rapporti fra trasparenza societaria sui fattori ESG e canone gestorio di massimizzazione dello *shareholder value*.

Gli interventi della sessione hanno avuto ad oggetto la disciplina e le funzioni dell'informazione societaria sui fattori ESG. Si è parlato delle criticità, dei rischi e delle opportunità della trasparenza; sia dal punto di vista di chi può utilizzare le informazioni, sia dal punto di vista della società che deve renderle. Segnatamente, Matteo Rescigno ha tratteggiato le linee evolutive della disciplina UE dell'informazione societaria riferita alla sostenibilità e ne ha messo in luce alcune implicazioni – dirette e indirette – sui doveri degli amministratori. Lorenzo Sacconi invece ha presentato una analisi economica riferita alle politiche del diritto in materia di trasparenza e di sostenibilità dell'impresa. Le questioni affrontate, dunque, sono state molte e di diversa valenza.

Nel complesso, a mio modo di vedere, si è inteso sottoporre a verifica tre ordini di questioni evocate dal titolo del Convegno: 1) se, e in che misura, le normative in materia di informazioni non finanziarie siano coerenti con il modello che demanda alla trasparenza dell'emittente compiti di efficienza allocativa della risorsa "capitale"; oppure se tali normative abbiano finito per debordare da questo compito; 2) se, e come, la trasparenza sui fattori ESG della società orienti la gestione societaria verso obiettivi anche diversi dalla massimizzazione del valore di mercato delle azioni; 3) quale politica del diritto sia (o debba essere) sottesa alla regolazione UE della trasparenza sui fattori ESG e, più in generale, alla regolazione in materia di sostenibilità dello sviluppo economico. Anche io, nel prosieguo, farò riferimento a queste dorsali tematiche. Peraltro, sui temi trattati dal Prof. Sacconi e inerenti alle questioni *sub* 3), posso solo dire, da una parte, che mi pare essenziale che i giuristi si confrontino con gli economisti; e, dall'altra parte, che sono convinta della fondatezza delle istanze da lui poste. Di seguito, quindi, farò esclusivamente riferimento alla relazione di Matteo Rescigno e alle questioni *sub* 1) e 2) che attengono ai rapporti che intercorrono fra la trasparenza societaria ESG e la massimizzazione dello *shareholder value*; e ai rapporti che intercorrono fra trasparenza (e informazione) finanziaria e non finanziaria.

Entro queste coordinate, la prima notazione che vorrei fare a margine della bella relazione di Matteo Rescigno è metodologica. Riguarda il perimetro normativo da considerare per la comprensione del significato e delle implicazioni (dirette e indirette) della trasparenza societaria sui fattori ESG delle imprese. Questo perimetro, a mio modo di vedere, non è dato solo dalle previsioni UE rilevanti (che, come evidenzia correttamente Matteo Rescigno, includono oltre alle diretti-

ve di trasparenza che si sono succedute dal 2014 al 2022, le Comunicazioni della Commissione e il regolamento Tassonomia direttamente applicabile in questo ambito), ma anche dalle previsioni di diritto societario (diritto interno) di ciascuno Stato Membro. E pertanto, in questo senso, per l'Italia, non solo le previsioni del d.lgs. n. 254/2016 di recepimento della NFRD del 2014 o, quando ci saranno, quelle della normativa di recepimento della CSRD del 2022. Anche le previsioni sulla responsabilità, civile e amministrativa, degli enti e degli amministratori e anche le previsioni di rango costituzionale sovraordinate: l'art. 41 Cost. sui limiti dell'iniziativa economica, l'art. 2 Cost. sulla solidarietà e l'art. 9 Cost. sulla tutela dell'ambiente.

La seconda notazione è di merito e consegue all'assetto di sistema delle disposizioni (nazionali ed europee) rilevanti. Sulla scorta di passaggi argomentativi che ho dettagliato in altre sedi (a cui faccio rinvio), sono giunta a ritenere che le discipline (nazionali ed europee) di trasparenza sui fattori ESG riconfigurano la portata del canone gestorio di massimizzazione dello *shareholder value*. L'impatto della riconfigurazione si riferisce essenzialmente ai benefici di utilità sociale (art. 41 Cost.) associati a tale canone. Benefici che, a mio giudizio, sono ora apprezzati dall'ordinamento solo "al netto" dei ragionevoli sforzi fatti dall'imprenditore per mitigare alcune esternalità negative, ambientali e sociali. Le esternalità in questione sono quelle individuate dalla tassonomia UE per il loro tracciamento obbligatorio (*rectius*: per il tracciamento delle iniziative di mitigazione) nella trasparenza societaria ESG (cfr. gli artt. 8 e 9 del regolamento Tassonomia).

Nel pervenire a tale conclusione, i riferimenti alla regolamentazione sulla trasparenza ESG e al regolamento Tassonomia sono conducenti per almeno due ragioni. In primo luogo, perché questa regolazione (tassonomia in via di completamento) fornisce la base giuridica per sostanziare nozioni altrimenti sfuggenti e vaghe come quelle che si riferiscono all'impresa sostenibile, alla società sostenibile ovvero ai rapporti fra esternalità e massimizzazione dello *shareholder value*. In secondo luogo, perché, quale che ne sia la portata, il ruolo del canone di massimizzazione dello *shareholder value* riferito alla gestione può avere una portata prescrittiva solo residuale. Il canone al più può colmare lacune dispositive che prima vanno verificate come tali nel diritto (nazionale e UE) di riferimento. Sono quindi portata a superare la linea di confine tracciata da Matteo Rescigno: quella, se ho ben inteso, secondo cui la trasparenza ESG può avere solo un impatto indiretto sui doveri di gestione degli amministratori e, quel che più rileva, solo a seguito del recepimento della CSRD. L'impatto, a mio parere, c'è già ora.

La riconfigurazione del canone dello *shareholder value* qui prospettata, peraltro, non interferisce con lo scopo di lucro del contratto di società (art. 2247 c.c.) con la definizione dell'interesse sociale e dei doveri degli amministratori verso i soci e i creditori (per la continuità dell'attività, per la conservazione del patrimonio sociale). In questi ambiti, il canone di condotta di massimizzazione dello *shareholder value* mantiene, dal mio punto di vista, tutta la sua pregnanza. Il

cambiamento riguarda i limiti esterni di detto canone e segnatamente la responsabilità degli amministratori e della società stessa verso i terzi. In concreto, a me pare che le regole sulla trasparenza societaria ESG accrescano la correttezza esterna esigibile dalla società, al netto della *compliance* con la legislazione (ambientale e sociale) di riferimento. Tali regole, di volta in volta, possono spostare la linea di confine fra il rischio ambientale e sociale dell'attività "tollerabile" e quello "intollerabile" in presenza di alternative tecnicamente ed economicamente praticabili. In altri termini, le regole di trasparenza societaria ESG, per le imprese azionarie interessate, sposterebbero la linea di confine fra le esternalità negative di fatto e i danni anti giuridici (risarcibili anche se non tipizzati *ex ante*).

La disciplina sulle informazioni societarie di sostenibilità, dunque, a mio modo di vedere, porta a una riconfigurazione del canone di massimizzazione dello *shareholder value*. Tuttavia, la riconfigurazione non è binaria: né il tramonto né lo Zenith del canone di massimizzazione dello *shareholder value*, quanto il suo riposizionamento relativo. Le ricadute della riconfigurazione non conducono ad abbandonare le acquisizioni conoscitive e metodologiche della *Shareholder Theory*, ma solo alcune tesi che estremizzano queste acquisizioni. Fra queste, la tesi secondo cui l'unica utilità sociale attesa, ovvero l'unica responsabilità giuridica dell'impresa azionaria, sarebbe quella di produrre profitti per gli azionisti, senza infrangere espliciti divieti di legge.

Passo a questo punto a svolgere qualche considerazione sui rapporti che intercorrono fra trasparenza (e informazione) finanziaria e non finanziaria e sul parallelismo fra informazioni finanziarie e non finanziarie. Il parallelismo è prospettato, in alcuni passaggi della relazione di Matteo Rescigno, sul presupposto che trasparenza finanziaria e trasparenza ESG tendano, in ultima analisi, al medesimo scopo di accrescere l'efficienza del mercato dei capitali.

Concordo solo in parte con tale ricostruzione. In vero, le questioni inerenti alle tecniche e alle finalità della trasparenza (e della sua regolazione), nei vari contesti, sono molte e discusse. Le finalità della trasparenza possono spaziare dalla mitigazione delle asimmetrie informative del contratto, al buon funzionamento e all'integrità del mercato finanziario. Le tecniche, di converso, sono anche esse dibattute. Il dibattito tecnico riguarda la selezione delle informazioni necessarie per la trasparenza, fra tutte quelle astrattamente pertinenti; gli *standard* della comunicazione dell'informazione, i costi giustificati e i presidi che assicurano l'attendibilità delle informazioni. L'opinabilità delle questioni è elevata anche perché l'efficacia esterna della trasparenza informativa (per i vari fini) dipende dalla possibilità e dalla propensione del destinatario delle informazioni a fare scelte economiche razionali in concreto.

La questione pertanto non è se l'adeguata trasparenza informativa sui rischi e sull'impatto ESG delle società serva (anche) a fare meglio funzionare il mercato dei capitali di rischio e di finanziamento a cui sono date le informazioni. La risposta a questa domanda, infatti, in linea di principio, sicuramente è affermativa: le

informazioni non finanziarie, in base all'utilizzazione che ne fanno gli investitori e i finanziatori, possono servire all'efficienza del mercato dei capitali quanto quelle finanziarie. A tal riguardo, anzi, mette conto sottolineare come siano radicalmente mutate le condizioni di contesto di qualche decennio addietro. Allora, differenti coordinate di inquadramento dei temi ESG inducevano a fare riferimento alle informazioni sui fattori ESG di un emittente come ad informazioni rilevanti solo per un esiguo numero di investitori (gli investitori "etici"). Con conseguenti ricadute sul regime della comunicazione o della non divulgazione di esse. Tali informazioni, in passato, erano classificate "non finanziarie" proprio in quanto non assoggettate al medesimo regime di rilevanza e di comunicazione pubblica di quelle finanziarie. Oggi contesto e regole sono cambiati radicalmente. La crisi climatica, conclamata e globale, le iniziative pubbliche per la transizione ecologica e le tendenze di mercato fanno sì che le informazioni ESG (specialmente quelle climatiche) siano diventate rilevanti per numerosi investitori (si direbbe per tutti). Per questo le informazioni "non finanziarie" sono diventate "finanziarie" e ciò è riflesso anche nella disciplina della loro trasparenza societaria.

La questione tuttavia è un'altra. L'assimilazione di disciplina fra informazioni non finanziarie e finanziarie non si può dire compiuta laddove, e fino a quando, non sarà stato stabilito che le informazioni ESG da pubblicare sono solo quelle che hanno "materialità finanziaria". Non sembra questa però la scelta fatta, al momento, dalla regolazione UE. La disciplina UE, a ben vedere, non impone alle imprese azionarie trasparenza solo sulle informazioni ESG che hanno materialità finanziaria. Stabilisce puntuali obblighi di trasparenza (per esempio: sulle emissioni di CO₂ cui si riferiscono il regolamento Tassonomia e i suoi regolamenti attuativi) che prescindono dal requisito della materialità finanziaria (o la presumono). Ulteriori previsioni recate dalla CSRD (e le previsioni UE di implementazione di essa, cioè gli ESRS in via di emanazione da parte della Commissione) prevedono la trasparenza anche per le informazioni ESG che sono materiali per gli *stakeholders* "non finanziari" della società.

Anche altre considerazioni, a mio giudizio, fanno vacillare l'inquadramento delle comunicazioni societarie sulla sostenibilità essenzialmente come misura di efficientamento degli investimenti. Come da più parti osservato, infatti, i risultati di efficienza economica a cui può portare la trasparenza societaria ESG sono alquanto modesti perché condizionati dall'orizzonte temporale medio lungo, e quindi assai incerto, di ogni stima di rischio/rendimento riferita al profilo ESG (positivo o negativo, presente o mancante) dell'attività di un emittente.

In questo senso, ritengo che la disciplina della trasparenza sulle informazioni ESG degli emittenti, sebbene suscettibile di alcune positive ricadute sull'efficienza allocativa del mercato degli investimenti e sul contrasto del *greenwashing* finanziario, non sia riconducibile a questa unica *ratio*. La disciplina, proprio laddove si riferisce alla materialità non finanziaria delle informazioni oggetto di pubblicità, e agli *stakeholders* non finanziari della società come destinatari della tra-

sparenza ESG, presuppone e si iscrive in un disegno regolatorio più ampio. Questo disegno tiene conto delle dinamiche associate alla “produzione” di informazioni ESG e del rilievo delle informazioni per il diritto nazionale in cui la trasparenza si cala e per il diritto europeo a cui si collega. Diritto europeo che, se la proposta di direttiva della Commissione del 23 febbraio 2022 sarà approvata, includerà anche una disciplina sostanziale sulla diligenza dovuta nella gestione sostenibile delle società di capitali. L’orizzonte di riferimento delle recenti misure di trasparenza ESG è dunque, secondo me, quello che, in apertura dei lavori di oggi, Francesco Denozza ha tratteggiato da par suo.

C’è perciò da verificare come, in atto e in prospettiva, le previsioni di matrice UE sulla trasparenza ESG di determinate imprese azionarie agiscano internamente all’organizzazione che le produce. Tenendo conto oltre che del diritto interno di ciascuno Stato Membro, del diritto UE che, sul punto, è in rapida evoluzione. Siamo in una fase di passaggio. Occorre che il quadro UE sia stabilizzato per appurare a quale modello UE di *sustainable corporate governance* accede la trasparenza ESG. Per appurare come e quanto i meccanismi di tracciamento e produzione di informazioni societarie funzionali alla trasparenza ESG della società diano ingresso a dinamiche di gestione influenzate dalle preferenze di sostenibilità di determinati *stakeholders* o di determinati soci (gli azionisti “responsabili”). E, nel caso, con quali implicazioni per i doveri degli amministratori verso i soci e la società ossia per i diritti di quei soci e di quegli *stakeholders* che non hanno preferenze per il modello ESG di sviluppo. Ma per la disamina critica di questi profili ricostruttivi rinvio alle considerazioni di Serenella Rossi che condivido totalmente.

2. *Gli effetti dell’informazione non finanziaria e la partecipazione degli stakeholders al perseguimento dello sviluppo sostenibile.*

Ringrazio anch’io il prof. Angelici, per aver accettato di presiedere questa sessione, il Direttore della *Rivista*, prof. Denozza, per gli ottimi spunti che ci ha fornito nell’impostare i lavori di questo convegno, i colleghi Direttori della *Rivista*, i Relatori, prof. Sacconi e prof. Rescigno, per le interessanti riflessioni introdotte in questo dibattito, la prof. Genovese per il suo prezioso contributo al coordinamento di questa sessione.

Le nostre proposte di riflessione su nuove e, per certi versi, inedite funzioni che gli obblighi di informazione sembra possano assumere in alcuni interventi normativi recenti, ed in particolare in quelli relativi agli obblighi di informazione non finanziaria (ora definita “rendicontazione di sostenibilità”), nascono da alcune peculiarità del processo di formazione di questa disciplina e dall’evoluzione dei suoi contenuti, anche alla luce delle valutazioni che la stessa Unione europea ha effettuato (e reso pubbliche) in questo “laboratorio” di normazione che, come è noto, si sta sviluppando attraverso un addensarsi di interventi normativi, ma anche di aggiustamenti e revisioni di norme di recente introduzione.

La prima direttiva dell'Unione europea sugli obblighi d'informazione non finanziaria (dir. 2014/95/UE) veniva adottata, come è noto, innanzitutto per regolare in modo formale e per uniformare l'informazione già fornita su base volontaria da alcune imprese nei cd. bilanci sociali e si fondava su una generale valutazione di utilità – per gli investitori e gli altri portatori di interessi – della conoscenza delle politiche di sostenibilità volontariamente praticate dalle imprese, cui si associava anche l'interesse degli Stati a conoscere il loro impegno sui temi sociali e ambientali per predisporre eventuali interventi pubblici di incentivo e sussidio.

Peraltro, nell'*Action Plan* del 2018 dell'UE sulla finanza sostenibile si sottolinea con forza il valore strategico della trasparenza sui temi della sostenibilità per gli obiettivi del Piano nella misura in cui *«consente agli attori del mercato finanziario di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese, nonché la relativa gestione dei rischi di sostenibilità»*.

Questo approccio risulta coerente con la concettualizzazione della sostenibilità che si era andata affermando dalla fine degli anni '80 in poi, basata sull'idea della strumentalità della tutela degli interessi sociali e ambientali al conseguimento del successo sostenibile, inteso, secondo la nota definizione di cui al Rapporto Brundtland, come capacità di *«soddisfare i bisogni attuali senza compromettere la possibilità di soddisfare i bisogni delle generazioni future»*, quindi per un obiettivo che è nell'interesse dell'impresa e per il quale l'informazione non finanziaria rivolta al mercato degli investitori non è indifferente.

Pertanto, sebbene il traguardo della sostenibilità sia presentato come condizione capace di assicurare una contestuale soddisfazione agli interessi privati degli operatori economici e a quelli sociali e ambientali, nell'impianto concettuale generale il perseguimento degli obiettivi di bene comune è concepito essenzialmente come strumento del successo dell'impresa e come tale è affidato alla selezione effettuata dal mercato, in particolare del mercato finanziario.

Questa “finanziarizzazione” dell'impegno sociale e ambientale delle imprese, che ha portato alcuni osservatori a parlare di “neoliberalizzazione” della *Corporate Social Responsibility*, derivante dalla sua acquisizione al modello e allo stile neoliberale, in grado di rendere quelle istanze compatibili con una concezione dell'impresa incentrata sulla *shareholders primacy* e sul capitalismo degli investitori, in effetti la allontana dalla sua matrice originaria, che vede il movimento per la CSR, e le conseguenti iniziative delle imprese, nascere in una dimensione completamente diversa, in risposta alle istanze della società civile e con l'aspirazione ad inserirsi in un dialogo che ha ragioni e moventi – in senso ampio – politici (pur nei multiformi riferimenti ideologici dei movimenti che se ne sono fatti portatori).

La nozione di sostenibilità che si afferma sul finire degli anni '80 poggia invece su fondamenti diversi. Si inserisce in uno scenario culturale e ideologico completamente modificato rispetto al passato, in un progetto che ha accettato i capisaldi del pensiero neoliberale e pertanto individua nelle relazioni di mercato e nei suoi processi di selezione la tecnica ideale per assicurare la migliore allocazione delle risorse e il benessere della collettività.

Ciò non di meno, le autorità europee iniziano fin da subito a monitorare l'efficacia delle iniziative normative messe in campo e, a pochi anni di distanza dall'approvazione della direttiva sull'informazione non finanziaria, avviano una riflessione sull'efficacia delle strategie di intervento adottate, sintetizzandone il risultato in due *Impact Assessment* rispettivamente del 2020 (sulla revisione della NFRD) e del 2021 (sulla *Sustainable Corporate Governance*). Da questi esercizi emerge una valutazione in chiave critica delle misure al momento in essere finalizzate al perseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Nell'*Impact Assessment* del 2020 si portano all'attenzione alcuni *deficit* di funzionalità dell'impianto normativo esistente in tema di informazione non finanziaria, individuati sia nell'incapacità delle imprese di rappresentare in modo utile il proprio impegno di sostenibilità, e degli stessi investitori di valutare adeguatamente i rischi e le opportunità collegati alle questioni sociali e ambientali, sia nell'impossibilità per le organizzazioni della società civile, per i rappresentanti dei lavoratori e per gli altri interessati, di far valere la responsabilità delle imprese per l'impatto della loro azione sulla società e sull'ambiente.

Le cause di questo insuccesso vengono individuate in “*market and regulatory failures*” e pertanto collegate ad una normativa sull'informazione non finanziaria che concede un'eccessiva discrezionalità alle imprese nella loro attività di *reporting* e un sistema di *enforcement* troppo blando, mentre le pressioni di mercato sono considerate insufficienti ad assicurare che siano fornite dalle imprese le informazioni effettivamente necessarie ai destinatari.

Nell'*Impact Assessment* del 2021, in tema di *Sustainability Corporate Governance*, si sottolinea l'incapacità delle imprese di identificare e gestire i rischi collegati al cambiamento climatico e alle questioni sociali, anche qui in ragione di “*market and regulatory failures*” derivanti da una normativa dell'Unione ancora troppo incerta e concentrata sul modello *shareholder oriented* che, come tale, non riesce a contenere la pressione degli investitori per i risultati di breve termine.

Nel documento si evidenzia un'impostazione che presenta alcuni profili di novità. All'attenzione al tema del contrasto ai rischi globali (di maggiore interesse per gli investitori) si affianca una specifica e separata attenzione per gli interessi degli *stakeholders* non finanziari dell'impresa in quanto tali. I costi per l'adeguamento alla normativa sulla sostenibilità vengono giustificati dalla loro capacità di tradursi non solo nel rafforzamento della resilienza delle imprese alle crisi sistemiche, ma anche nel vantaggio che l'intera società civile può trarre dalla transizione verso la sostenibilità.

La normativa che seguirà pare confermare un'evoluzione e una parziale trasformazione degli obiettivi dell'Unione nelle iniziative destinate a promuovere uno sviluppo sostenibile.

Nella nuova *Corporate Sustainability Reporting Directive* del 14 dicembre 2022 (considerando 9) si precisa infatti che «*se le imprese effettuano una migliore rendicontazione di sostenibilità, in ultima analisi ciò va a vantaggio dei singoli*

cittadini e dei risparmiatori, inclusi i sindacati e i rappresentanti dei lavoratori che sarebbero adeguatamente informati e quindi in grado di impegnarsi meglio nel dialogo sociale», identificando in modo esplicito due principali gruppi di destinatari della trasparenza: da un lato gli «investitori e i gestori di patrimoni che desiderano comprendere meglio i rischi e le opportunità che le questioni di sostenibilità presentano per i loro investimenti e l'impatto di tali investimenti sulle persone e sull'ambiente», dall'altro gli «attori della società civile, tra cui organizzazioni non governative e parti sociali che si aspettano che le imprese siano maggiormente responsabili del loro impatto sulle persone e sull'ambiente». A ciò si aggiungono i partners commerciali dell'impresa, i suoi clienti, i responsabili politici e le agenzie per l'ambiente, i singoli cittadini e i consumatori.

L'estensione dell'accento sull'apertura del novero dei destinatari dell'informazione di sostenibilità ai portatori di interesse e ai soggetti della società civile, unitamente al carattere fortemente prescrittivo e dettagliato dei doveri di rendicontazione come declinati dalla CSRD e già anticipati dal regolamento Tassonomia, che quasi oscura il carattere volontario delle iniziative di sostenibilità delle imprese (pur formalmente confermato, stante la limitazione delle prescrizioni ai soli adempimenti informativi), e unitamente alla contemporanea proposta di una direttiva europea sulla *Due diligence* di sostenibilità, fanno ipotizzare che l'originario approccio dell'Unione su questi temi abbia subito una significativa evoluzione.

Come giustamente segnalato da Matteo Rescigno, questa apertura sottende un'estensione delle finalità di intervento del legislatore comunitario, non più solo concentrato sui doveri e poteri delle imprese, ma anche attento all'impiego che di quell'informazione potranno fare i portatori di interesse.

Innanzitutto, pare emergere la constatazione dell'insufficienza dei meccanismi di mercato, del mercato finanziario in specie, ad indirizzare le politiche delle imprese verso gli obiettivi di sostenibilità. L'idea che il *deficit* di informazione non finanziaria (la sua incompletezza o inconferenza o la sua scarsa attendibilità) rappresenti una *market failure*, ancora contrastabile con il miglioramento della qualità dell'informazione, permane apparentemente nell'approccio della direttiva del 2022, e specie per ciò che il regolamento Tassonomia dispone con riguardo alla trasparenza sulla sostenibilità ambientale degli investimenti e delle attività. Tuttavia, la più esplicita e più volte ribadita inclusione dei portatori di interesse e degli attori della società civile, nonché dei rappresentanti delle istituzioni, nel novero dei destinatari di tale informazione, unitamente al suo oggetto complessivo e alla considerazione della leva da essa esercitata su possibili iniziative di *accountability* nei confronti delle imprese, fanno ipotizzare che il *target* delle iniziative dell'Unione si sia in qualche modo modificato, così come il modello teorico di riferimento.

Di qui innanzitutto l'impressione che le norme sull'informazione non finanziaria che gli emittenti e i partecipanti al mercato finanziario devono rendere si vedano affidare un compito ulteriore, non apertamente dichiarato, ma verosimile:

quello di esercitare una propria influenza sulle stesse condotte delle imprese. Questo dato pare confermato dalle peculiari caratteristiche di questo tipo di informazione. Non si tratta, infatti, come generalmente accade, di informazioni su dati ed elementi che il soggetto obbligato già conosce o di cui necessita per contabilizzare il suo risultato operativo, ma di informazioni che l'obbligato si deve procurare per adempiere gli obblighi imposti dalla legge. E deve farlo tramite degli esercizi che in mancanza dell'obbligo probabilmente non farebbe: si pensi alla valutazione dei rischi e delle opportunità connessi alle questioni di sostenibilità, alle modalità e ai processi con cui tali rischi sono individuati e gestiti.

Nella difficoltà di realizzare gli obiettivi di sostenibilità attraverso un sistema basato su un modello di "comando e controllo" (quindi attraverso regole prescrittive di condotta, difficili da configurare in relazione alla molteplicità delle situazioni oggettive e soggettive da considerare, al loro carattere ed effetto su scala globale, ai rischi di rigidità delle prescrizioni capaci di depotenziare azioni migliorative da parte delle stesse imprese, alla dimensione intertemporale della transizione verso il traguardo dello sviluppo sostenibile) o su un modello basato su meccanismi e incentivi di mercato, pare delinearsi una terza modalità di intervento, basata sulla capacità dei doveri di informazione di indurre condotte di responsabilità sociale da parte delle imprese, anche in relazione alla possibilità per i portatori di interesse e i terzi in genere di osservare la loro azione e il loro impegno per la sostenibilità e di adottare iniziative di pressione sui loro comportamenti, tempo per tempo, settore per settore, impresa per impresa.

I risultati di studi empirici paiono confermare l'utilità di tali obblighi informativi come incentivo all'adozione di politiche di sostenibilità. Si stima infatti che, nei paesi in cui sono in vigore obblighi di informazione non finanziaria, le politiche di sostenibilità adottate volontariamente dalle imprese siano aumentate e, in generale, si riduca l'indifferenza delle imprese per i temi legati alla CSR. Questo pare valere soprattutto per le imprese con precedente scarso impegno nella CSR, dal momento che gli obblighi di rendicontazione le espongono al confronto con i *competitors* più attivi, con il conseguente rischio di incorrere in conseguenze negative sul piano reputazionale. Segnatamente, la soggezione a regole di trasparenza sui temi ESG e la possibilità di confrontare le politiche di sostenibilità rendicontate dai diversi *peers*, possono spingere le imprese ad iniziative di imitazione delle politiche adottate da imprese più attive sul fronte della sostenibilità, allineandosi gradualmente alle aspettative dei destinatari dell'informazione circa l'impegno richiesto in tal senso.

Questo incentivo potrebbe tuttavia non bastare per gli obiettivi delle politiche di sostenibilità, come ci ha ricordato anche Lorenzo Sacconi. Da un lato, infatti, il solo movente reputazionale potrebbe indurre una *compliance* di tipo meramente burocratico e scarsamente proattivo, dall'altro gli obblighi informativi, per quanto idonei a sollecitare una riflessione interna e specifici esercizi sulla valutazione e gestione dei rischi ESG, sono solo un tassello di un processo più complesso che,

negli obiettivi dell'Unione europea, dovrebbe portare ad individuare il livello di accettabilità di simili rischi e ad orientare le decisioni delle imprese verso quell'obiettivo.

E il sistema, in effetti, come rilevato anche da Matteo Rescigno, si muove anche su altri fronti e mette l'informazione non finanziaria al servizio di iniziative che hanno l'obiettivo e l'effetto sostanziale di accrescere l'impegno delle imprese verso politiche di sostenibilità. Si pensi, ad esempio, al *Green Asset Ratio* (coefficiente di attivi verdi), nuovo KPI richiesto alle imprese finanziarie dal Reg. UE 2021/2078, che esprime il rapporto tra gli *asset* creditizi che finanziano attività allineate alla Tassonomia UE e le attività totali di bilancio. Poiché il nuovo coefficiente è inserito nel sistema di vigilanza prudenziale sulle imprese finanziarie (e considerando lo specifico rischio di credito legato ad attività non allineate alla tassonomia), è verosimile aspettarsi che le politiche di finanziamento adottate dalle banche si orienteranno sempre di più a favore di attività *green*. Ad esso, inoltre, si riconosce la specifica attitudine a rappresentare un indicatore facilmente comprensibile dagli *stakeholders* non finanziari dell'impresa bancaria, segno di una specifica attenzione alla valutazione che di tale parametro possano dare soggetti diversi dagli attori del mercato.

Si delinea così un processo al quale, nell'impostazione dell'Unione, partecipano sì il mercato e gli investitori per quel che riguarda la valutazione degli impatti di lungo termine dei fattori ESG sui rendimenti, ma che deve essere aperto anche ad attori diversi, come i portatori di interesse e le organizzazioni della società civile.

Con ciò pare riaffiorare una concezione etica e politica dei temi della sostenibilità che la Commissione intende verosimilmente recuperare laddove afferma l'utilità dell'informazione non finanziaria anche alla valorizzazione del dialogo sociale dell'impresa con i portatori di interessi e all'assunzione di responsabilità per l'impatto delle attività economiche sulle persone e sull'ambiente (considerando 14 della CSRD), sottolineando altresì l'utilità dell'informazione non finanziaria a valorizzare le preferenze di quegli investitori che siano sensibili alle questioni sociali e ambientali (considerando 9 e 12). Il processo in atto sembra quindi muovere alla ricerca non solo e non tanto dell'efficienza, quanto, come ci ha segnalato Lorenzo Sacconi, di un nuovo "equilibrio" che dia stabilità al sistema e nel quale la norma prescrittiva possa svolgere la funzione di favorire la coesione sociale e l'accordo tra i partecipanti.

Per queste ragioni condivido pienamente le considerazioni di Anna Genovese quando esclude che, a quadro normativo dato, l'informativa dovuta debba limitarsi alle sole informazioni che abbiano "materialità finanziaria".

Non solo alcune informazioni richieste dalla CSRD e dal regolamento Tassonomia (ad. es. quelle sulle emissioni di CO₂), come giustamente segnalato, non hanno una specifica ed attuale materialità finanziaria, ma, più in generale, la rafforzata attenzione della CSRD alla regola della "doppia materialità" conferma questa conclusione. Infatti, proprio le informazioni sugli impatti c.d. "*inside-out*"

paiono difficili in molti casi da utilizzare per valutarne le ricadute sulla redditività dell'investimento, almeno nel breve termine (se non per l'esposizione a rischi regolatori – peraltro non sempre legati ad interventi lineari – o per possibili maggiori costi di accesso al credito). Inoltre va considerato che ogni stima del rapporto rischio/rendimento riferibile ai profili ESG subisce l'incertezza legata ad una valutazione che deve proiettarsi in un orizzonte temporale medio/lungo e che alcuni rischi rilevanti nell'ambito ESG (ad es. i grandi rischi fisici, quali quelli collegati ad alluvioni, frane, o all'aumento del livello dei mari) si materializzano tipicamente in modo imprevedibile, quanto agli effetti, alla dimensione e al momento di accadimento degli eventi generatori perché connotati da un'incertezza che anche le attuali conoscenze scientifiche sono spesso incapaci di dissipare.

Sembra pertanto che le informazioni richieste alle imprese sui rischi generati dalla loro attività (*inside-out*) servano soprattutto a rivelare il contributo che l'impresa dà o non dà ai processi di transizione verso un'economia sostenibile e quindi a consentirne la valutazione su un piano di preferenze anche di tipo etico, sociale e politico, in una prospettiva non solo di efficienza, ma anche di giustizia.

Ha quindi ragione Anna Genovese quando individua, quale effetto di queste discipline, l'emergere di una nuova definizione del canone generale di correttezza nell'agire dell'impresa, già idoneo, in sistemi di illecito aquiliano atipico, a perimetrare diversamente la responsabilità civile dell'impresa stessa per la lesione degli interessi sociali e ambientali. Un quadro che segna il passaggio da una prospettiva legata alla mera "*responsibility*" sociale ad una più cogente dimensione di "*accountability*" legale, fatta di impegni, doveri di prevenzione e correlative responsabilità.

E condivido altresì le impressioni di Matteo Rescigno sulle inevitabili ricadute degli obblighi di informazione non finanziaria sulle scelte gestorie dell'impresa.

Se si riconosce che gli obblighi di informazione non finanziaria non sono finalizzati solo alla correzione di una *market failure* per assicurare risultati di efficienza allocativa, ma si inseriscono in un progetto che intende sollecitare l'impegno delle imprese alla prevenzione e al contenimento dei danni prodotti dalle loro attività alla società e all'ambiente, quegli stessi obiettivi di sostenibilità su cui l'impresa deve rendicontare diventano punti di riferimento ed elementi di valutazione per esigere dalla stessa un'azione volta a ricercare le soluzioni tecniche ed economiche per contenere i rischi nella soglia della tollerabilità.

A tal fine, tuttavia, i contenuti di tale dovere e la sua concreta attuazione non possono derivare dai soli esercizi richiesti all'impresa unilateralmente per adempiere gli obblighi informativi, ma devono completarsi in processi ulteriori che – nell'approccio indicato dalla Commissione e sulla base dell'informazione fornita dall'impresa – vedano innanzitutto coinvolti i portatori di interessi e le loro rappresentanze, nonché gli stessi investitori sensibili alle questioni sociali e ambientali.

In un simile processo dovrebbe trovare attuazione l'impegno dell'impresa a

conseguire il suo obiettivo economico nella massima salvaguardia degli interessi esterni che le vengono specificamente rappresentati, dando così concretezza al generale dovere di “tenere conto” degli interessi degli *stakeholders* non finanziari (rilevanti) che oggi compare in numerosi testi normativi e codici di autodisciplina.

Verso la valorizzazione del dialogo con gli *stakeholders* rilevanti dell’impresa pare del resto muoversi la normativa europea in alcune indicazioni già contenute nella CSRD (v. i considerando 3, 12, 14, e 39, quest’ultimo sul coinvolgimento dei portatori di interessi nei lavori dell’EFRAG per la definizione dei principi di rendicontazione; v. inoltre il considerando 52 sui diritti di consultazione dei lavoratori e sull’acquisizione del loro parere in merito all’informativa di sostenibilità), mentre la Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, nel suo testo originario, come pure negli emendamenti proposti successivamente dal Parlamento europeo, contiene numerosi riferimenti ai doveri di consultazione degli *stakeholders* rilevanti e al loro *engagement* nella predisposizione delle misure di prevenzione, correzione e monitoraggio previste dalla disciplina.

La prospettiva funzionale in cui si inquadra il contributo degli *stakeholders* si atteggia diversamente nell’ambito delle discipline della CSRD e della Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*. Nel primo caso la consultazione con gli *stakeholders* è essenzialmente finalizzata al miglioramento della qualità della rendicontazione non finanziaria (ausilio nell’analisi di materialità dei rischi, monitoraggio sull’attendibilità dei dati, ecc.). Nel secondo, essa è prevista in ambiti specifici: la mappatura dei rischi, l’elaborazione dei piani di prevenzione e correzione degli impatti negativi. E in questo caso la finalità è quella di contribuire alla creazione di misure “adeguate” agli obiettivi indicati dalla direttiva e cioè la prevenzione e la mitigazione degli impatti negativi sugli interessi protetti. Qui non si richiede nessuna valutazione comparativa di interessi, né tantomeno il bilanciamento della massimizzazione del valore per gli azionisti – nel breve o lungo termine – con la protezione degli interessi sociali e ambientali. La normativa si muove al di fuori di questa cornice perché l’impegno alla prevenzione e al contenimento dei danni agli interessi protetti è richiesto in modo assoluto. E quindi ci si può aspettare un ruolo più incisivo degli *stakeholders* anche in considerazione degli effetti di protezione o contenimento che la loro partecipazione ai processi di elaborazione delle misure richieste potrebbe avere sulla responsabilità civile dell’impresa.

Sicché, in uno scenario che veda approvata la Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, l’informativa non finanziaria potrebbe diventare, per il diritto europeo, il principale strumento che consente il monitoraggio sulle politiche di prevenzione e mitigazione messe in atto dalle imprese, non solo a beneficio degli investitori, ma anche delle autorità pubbliche di controllo e degli *stakeholders* non finanziari, nonché di tutti coloro che quelle responsabilità potranno far valere.