

ALLA RICERCA DELL'EFFETTIVA SOSTENIBILITÀ NELLA *CORPORATE GOVERNANCE*

MODELLI NORMATIVI E APPROCCI REGOLATORI IN CHIAVE COMPARATISTICA*

di Alessandro Benincampi**

Sommario. 1. Uso e abuso della sostenibilità nella *corporate governance*. – 2. Origini del *comply-or-explain approach* e tentativi di superamento nel *common law* statunitense. – 3. La regolamentazione europea. – 4. Brevi considerazioni conclusive.

102

1. Uso e abuso della sostenibilità nella corporate governance. L'utilizzo della sostenibilità nella narrazione contemporanea rischia di far dimenticare come questa non rappresenti il tramonto del capitalismo occidentale bensì, più probabilmente, il suo *renouvellement* – che ne consente e ne consentirà la florida sopravvivenza, generando un'indubbia utilità economico-finanziaria delle operazioni effettuate nel nome dello sviluppo sostenibile¹. La sostenibilità², insomma, sembra sempre più mostrarsi quale mera variazione allo schema economico, quale rinnovamento del sistema capitalistico³, che si barda di nuove vesti e si rende appetibile per il mutato contesto socioculturale e, soprattutto, desiderabile per l'utente finale.

* *Sottoposto a referaggio.*

** Professore a contratto di Sistemi giuridici comparati e di Diritto dell'impresa e dell'ITC – Università degli Studi di Roma Link Campus University. Dottore di Ricerca in Comparazione e diritto civile – Università degli Studi di Salerno.

¹ L'espressione *sustainable development* si deve al rapporto «World Conservation Strategy» del 1980: v. International Union for the Conservation of Nature (IUCN); United Nations Environment Programme (UNEP); World Wide Fund for nature (WWF), *World Conservation Strategy – Living Resource Conservation for Sustainable Development*, IUCN/UNEP/WWF: Gland, 1980, 12 ss., disponibile all'indirizzo <https://portals.iucn.org/library/efiles/documents/wcs-004.pdf>. È la successiva concettualizzazione ad opera della World Commission on Environment and Development (WCED) che ne ha plasmato la definizione quale «*development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*»; v. World Commission on Environment and Development (WCED). Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future; United Nations: New York, NY, USA, 1987, disponibile all'indirizzo <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>.

² Cfr. M. Rescigno, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile". Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 166; C. Angelici, *A proposito di Shareholders, Stakeholders e statuti*, in *Aa.Vv., La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, Milano, 2022, 57.

³ Nella classica accezione di Milton Friedman che, negli anni Sessanta, discorreva di *social responsibility* appiattendola, però, sulla massimizzazione del profitto: «This view shows a fundamental misconception of the character and nature of a free economy. In such an economy, there is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud» (M. Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago, 1962, 133); impostazione replicata quasi una decade dopo nell'intervista «The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits», in *The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970.

Ne è prima dimostrazione l'ampia diffusione del *greenwashing* tra i beni di consumo⁴; in tal senso, ben indicativo è lo studio della *Australian Competition and Consumer Commission* (ACCC) del 14 luglio 2023, la quale ha condotto una *greenwashing internet sweep*, rinvenendo che il «57 per cent of businesses reviewed were making potentially misleading environmental claims»⁵. Studio, questo, che ha portato all'emanazione nel dicembre 2023 di apposite Linee Guida⁶. Come ben indicativo è, nell'ordinamento italiano, l'orientamento fin ora (solitariamente) radicato nella decisione del Tribunale di Gorizia del 2021⁷, la quale ha riconosciuto come l'utilizzo di specifiche terminologie pubblicitarie dei prodotti abbia ingenerato nel consumatore/utente finale aspettative non veritiere – generando altresì una percezione non reale dello stesso oggetto sociale⁸ della società produttrice⁹.

Ne è ulteriore prova la confusione delle tematiche di *sustainability*, di *environmental, social, and corporate governance* (ESG), del *corporate purpose*, della *corporate social responsibility* (CSR) e del *socially responsible investing*, i cui confini appaiono labili e sovente indistinguibili.

Tale confusione¹⁰, tuttavia, non sembra riguardare la *corporate social responsibility* (CSR) e gli ESG, i quali mantengono una reciproca autonomia¹¹. La diversificazione si deve, in particolare, a due ragioni. In parte per la «antichità» della CSR, le cui origini risalgono agli anni Cinquanta, quando la responsabilità sociale è stata definita come «*the obligations of businessmen to pursue policies, make decisions, or follow lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society*»¹²; definizione rivista due decenni più tardi, quando la CSR è

⁴ Il fenomeno è definito, *inter caetera*, dal Considerando 7 del Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021, come «la pratica di ottenere un vantaggio competitivo sleale raccomandando uno strumento finanziario come rispettoso dell'ambiente o sostenibile, mentre di fatto esso non soddisfa le norme ambientali di base o altre norme in materia di sostenibilità».

⁵ V. il *report* disponibile all'indirizzo <https://www.accc.gov.au/media-release/accc-greenwashing-internet-sweep-uneared-widespread-concerning-claims>.

⁶ Linee Guida disponibili all'indirizzo: <https://www.accc.gov.au/system/files/greenwashing-guidelines.pdf>.

⁷ Tribunale di Gorizia, sentenza 26 novembre 2021, in *www.iusexplorer.it*, nella quale il fenomeno è analizzato sotto la lente della pubblicità ingannevole al consumatore, valutando la conformità con gli artt. 12 e 169 TFUE, 38 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, del d.lgs. 145 del 2007 (emanato in attuazione della Direttiva 2005/29/CE).

⁸ R. Costi, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca impr. soc.*, 3, 2023, 503.

⁹ Il collegamento con quanto in interesse è in un passaggio della decisione, nel quale il Tribunale riconosce come una pubblicità infedele dei prodotti generi altresì un'immagine alterata del *corporate purpose* dell'impresa: i messaggi pubblicitari dell'impresa, infatti, «sicuramente creano nel consumatore un'immagine *green* dell'azienda senza peraltro dar conto effettivamente di quali siano le politiche aziendali che consentono un maggior rispetto dell'ambiente e riducano fattivamente l'impatto che la produzione e commercializzazione di un tessuto di derivazione petrolifera possano determinare in senso positivo sull'ambiente e sul suo rispetto». Cfr. F. Bertelli, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contr. impr.*, 1, 2021, 286 ss.; A. Troisi, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1, 2022, 353, nonché H. Fleischer, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. soc.*, 2018, 803 ss.; de C.S. de Silva Lokuwaduge, K. M. De Silva, *ESG Risk Disclosure and the Risk of Green Washing*, in *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16, 1, 2022, 146-159; G. Gregori, C. Pasturezzi, *I Green Claim e la deriva del 'Greenwashing': gli orientamenti delle autorità competenti per contrastare il fenomeno*, in *Rass. dir. farm. e della salute*, 2, 2020, 239-248.

¹⁰ R. Rolli, *Dalla Corporate Social Responsibility, alla Environmental, Social and Governance (ESG)*, in *Corporate Governance*, 2022, 421.

¹¹ V. Y. Bofinger, K. J. Heyden, B. Rock, *Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures*, in *Journal of Banking & Finance*, 2022, 134.

¹² H.R. Bowen, *Social responsibilities of the businessman*, Iowa City, 1953, *passim*; H.R. Bowen, P.G. Bowen, J.P. Gond, *Social responsibilities of the businessman*, Iowa City, 2013, 23 ss.; M. Friedman, *Capitalism and freedom*, 1962, Chicago, *passim*; C.C. Walton, *Corporate social responsibilities*, 1967, Belmont, 34 ss.; A.B. Carroll, *The pyramid of corporate social responsibility*, in *Business Horizons*, 4, 4, 1991, 39-48; A. Dahlsrud, *How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 1, 2006, 1-13; S. Sciarelli, *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, Milano, 2007, 37 ss.

stata definita quale concetto multidimensionale che coinvolge «*economic, legal, ethical, and discretionary prospects that society has of organizations at a given point of times*»¹³. I fattori ESG, invece, appartengono alla stretta contemporaneità¹⁴, rinvenendo la propria identità solo nell'ultimo decennio quali strumenti mitigatori della «verticizzazione del potere gestorio»¹⁵.

I due fenomeni, CSR ed ESG, hanno mantenuto e mantengono anche una certa distinzione concettuale¹⁶. La CSR, infatti, è improntata su un impegno sociale di natura volontaria, non strutturato¹⁷, che si manifesta attraverso un *report* alla collettività interessata; essa è fondata sul complesso di obbligazioni che le strutture di *business* hanno assunto e assumono nei confronti della comunità sociale. Gli ESG, invece, rappresentano una modalità di *business engagement* assai più strutturata¹⁸, in cui la struttura societaria è vista quale alambicco sociale, che distilla profili e criticità economico-finanziarie e ne trae benefiche emanazioni per la comunità. Inoltre, gli ESG si fondano su un consapevole accordo tra *corporation* e *society*, che attivano dinamiche di efficientamento e incrementano la rilevanza, l'innovazione e la sostenibilità del *business*.

Orbene, se è vera tale distinguibilità tra i due concetti, è tuttavia innegabilmente vero come CSR ed ESG si fondano entrambi su un termine «sfuggente»: la *sustainability*. Essa rinviene tante declinazioni quanti sono i punti di vista dai quali può guardarsi. Si pensi alla sua declinazione nell'*environmental*, nel *social* e nella *corporate governance*¹⁹, ricomprendendo fattori a tal punto eterogenei da sfuggire a tentativi di sintesi. E, sfuggendo a tentativi di sintesi, la loro effettività risulta pregiudicata, sia in termini di esatta comprensione da parte dei soggetti chiamati a tutelare la sostenibilità, sia in termini di *enforcement*, che come noto impone una esatta determinazione (e omogeneità) tra l'oggetto del precetto e la causa della sanzione.

La stessa Agenda 2030 – sottoscritta il 25 settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri e approvata dall'Assemblea Generale dell'ONU – non sembra agevolare l'auspicata sintesi: essa riconosce ben 17 *Sustainable Development Goals (SDGs)*, inquadrandoli all'interno d'un programma d'azione più ampio di 169 target da raggiungere entro il 2030 in ambito ambientale, economico, sociale e istituzionale²⁰.

Il problema, invero, sembra assai più radicato e non risolvibile con interventi «esterni» poiché insito nella concettualizzazione dei singoli fattori ESG. Si pensi alla *diversity* che muta al mutar del criterio di classificazione: età, *gender*, etnia, religione, orientamento sessuale, condizione fisica. La stessa terminologia «investimento sostenibile», centrale nella regolamentazione di

¹³ A.B. Carroll, *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance*, in *Academy of Management Review*, 4, 4, 1979, 497-505.

¹⁴ D. Stanzone, *Governo dell'impresa e comportamenti socialmente responsabili: verso un diritto societario della corporate social responsibility?*, in *Riv. dir. comm.*, 1, 2022, 119 ss.

¹⁵ P. Montalenti, *I problemi della governance*, in *Giur. comm.*, 2, 2024, 270; v. E. Rimini, *Sostenibilità e nuova governance delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, in *Giur. comm.*, 2, 2024, 285.

¹⁶ Contra G.B. Portale, *La corporate social responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2022, 947, secondo cui, discorrendo di CSR, «il concorrente acronimo inglese, attualmente in voga, (ESG: Environmental, Social and Governance), non sembra aggiungere molto al tema che ci occupa, apparendo un mero aggiornamento lessicale».

¹⁷ F. He, S. Qin, Y. Liu, J.G. Wu, *CSR and idiosyncratic risk: Evidence from ESG information disclosure*, in *Finance Research Letters*, 49, 2022, 936.

¹⁸ U. Tombari, *Riflessioni sullo "statuto organizzativo" dell'"impresa sostenibile" tra diritto italiano e diritto europeo* in *Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa*, 1, 2022, 135-144.

¹⁹ E, infatti, si discorre di ESG come «*umbrella terms*»: v. A. Edmans, *The end of ESG*, in *Financial Management*, 52, 2023, 12.

²⁰ V. il Report al Segretario Generale dell'ONU: Aa.Vv., *Investing in Development – A practical Plan to Achieve the Millennium Development Goals*, New York, 2005, 20 ss. Invero, la loro base è rappresentata dai Millennium Development Goals (MDG) del 2000.

settore, è troppo vaga per offrire elementi alla ricostruzione della fattispecie: il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (la c.d. SFDR)²¹, all'art. 2, par. 1, n. 17, infatti lo definisce quale «investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale [...] o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale [...] o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate»; ma ciò solo a condizione «che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi»²². L'assenza di elementi di dettaglio rende, insomma, l'investimento sostenibile una fattispecie pericolosamente condizionabile da elementi soggettivi e, come tali, discrezionali se non arbitrari.

Orbene, se non è dunque possibile offrire una definizione degli *ESG*, risulta parimenti impossibile alla società l'analisi dei suoi fattori e, ancor prima, del capitale umano chiamato ad applicarli e tutelarli; con tutte le difficoltà conseguenti sulla strutturazione di piani efficienti di inclusione²³.

In altri termini, l'incontrollata ampiezza dei fattori di sostenibilità, degli *ESG* e dello sviluppo sostenibile rischia – eufemisticamente – di essere inversamente proporzionale alla loro necessaria efficienza ed effettività; specie se, come anticipato, è sufficiente la candida veste della sostenibilità per raggiungere obiettivi di mercato profittevoli. Profilo questo che potrebbe finanche depotenziare le scelte gestorie degli amministratori, agendo come «leva»²⁴ in grado di indurli al perseguimento di scelte sostenibili.

Proprio il profilo dell'*enforcement* si sta rivelando critico per le regolamentazioni sovranazionali.

Gli strumenti di gestione della sostenibilità, infatti, pur affondando le proprie radici in interessi collettivi e pubblici²⁵, appartengono innegabilmente al diritto privato e, in dettaglio, all'ambito contrattuale – e, dunque, con fisiologica 'intromissione' della mano statale nelle organizzazioni private e nel mercato.

Ne è fulgido esempio il rapporto tra *corporate governance* e *ESG*, che rinviene nelle normative statunitensi ed europee un tentativo di definizione. La rilevanza sovranazionale del problema di sostenibilità, infatti, porta con sé la necessità di disciplinare il fenomeno non a livello locale-statale bensì a livello sistemico²⁶ – meglio, al livello del mercato di riferimento.

D'altronde, talune declinazioni dei fattori qui in interesse – come la parità di genere – hanno da tempo sperimentato l'approccio premiale. Si pensi alla l. n. 162/2021²⁷ e le relative

²¹ E. Franza, *Il piano d'azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione*, in *Dir. econ.*, 2020, 685 ss.

²² D'altronde, la stessa scelta di non includere una definizione del termine «sostenibilità» tra le 24 definizioni dell'art. 2 della SFDR appare particolarmente indicativa delle difficoltà di cui si discorre. Si definiscono invece, da una parte, il «rischio di sostenibilità» (n. 22) che è «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento», e, dall'altra parte, i «fattori di sostenibilità», quali «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva» (n. 24).

²³ AA.VV., *ESG Nas Relações de Consumo*, San Paolo, 2022, 29 ss.

²⁴ Di leve finanziarie e reputazionali discorre M. Campobasso, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2024, 1, 1 ss.

²⁵ R. Rolli, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa – Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021, 102 ss.

²⁶ U. Tombari, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 77-79.

²⁷ L. Calafà, *Il dito, la luna e altri fraintendimenti in materia di parità tra donne e uomini*, in www.italianequalitynetwork.it, 7 gennaio 2022 che auspicava «un intervento di trasposizione intelligente della dir. 2019/1158/UE dedicata all'equilibrio vita e lavoro o, al limite, qualche aggiustamento alla l. 22 maggio 2017, n. 81», visto che «l'elenco delle aspettative deluse è molto lungo» e «si tratta dell'ennesima conferma della predilezione di una tecnica di

modifiche all'art. 25 del Codice delle pari opportunità in tema di discriminazione diretta e indiretta, con cui si è rafforzato il ruolo delle consigliere e dei consiglieri di parità, attribuendo loro la funzione di promozione e di controllo dell'attuazione dei principi di uguaglianza, di opportunità e di non discriminazione tra donne e uomini nel lavoro. Così come il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 29 aprile 2022 adottato in attuazione dell'art. 46-bis, il quale opera il rinvio alla UNI/PdR 125:2022 pubblicata il 16 marzo 2022 sulle *Linee guida sul sistema di gestione per la parità di genere* che prevede l'adozione di specifici KPI (Key Performance Indicator – indicatori chiave di prestazione) inerenti alle politiche di parità di genere nelle organizzazioni, per individuare sia i parametri minimi da raggiungere ai fini dell'ottenimento della certificazione, sia gli organismi di valutazione della conformità accreditati in questo ambito ai sensi del regolamento (CE) n. 765/2008. Tale certificazione mira a far acquisire all'operatore economico un vantaggio sul mercato, dalla buona diffusione²⁸, con il conseguente rischio di «pink washing»²⁹.

L'analisi dei due ordinamenti disvela una profonda differenza, non solo di dettaglio ma di approccio, rivelando un interesse più o meno intenso all'effettività nonché, più in generale, applicando un differente modo di bilanciare l'interesse collettivo o pubblico sotteso agli ESG con la tutela della libertà dell'attività economica.

2. Origini del comply-or-explain approach e tentativi di superamento nel common law statunitense. L'ordinamento di *common law* statunitense rappresenta il terreno su cui si verifica la tenuta del sistema di sostenibilità, non foss'altro perché le origini dello sviluppo sostenibile³⁰ si attribuiscono a Henry Ford, secondo cui, nel 1919, «*a business that earns nothing but money is a poor business*».

Invero, di là dall'impostazione ben espressa da Friedman (v. supra), a partire dagli anni Ottanta numerosi Stati Federali hanno introdotto il c.d. *Corporate Constituency Statute* – secondo cui le decisioni dei *director* possono tener conto non solo degli interessi degli azionisti ma altresì degli interessi di altri gruppi³¹. La prima introduzione dei c.d. *stakeholder statutes* (o anche *non-shareholder statutes*) si è avuta in Pennsylvania nel 1983, con la sec. 1715 del *Company Act*³².

Ad oggi quasi quaranta Stati federali hanno introdotto il c.d. *Corporate Constituency Statute*. Nella maggior parte di questi è facoltà dei *manager* tener conto anche degli interessi degli *stakeholder*.

Assai più raro è, invece, la previsione d'un obbligo specifico. L'Arizona, sul punto, è una rarità giacché prevede che «*a director of an issuing public corporation, in considering the best interests*

intervento spot, mirato, quasi chirurgico, forse per assecondare logiche estemporanee, dimenticando quei problemi di base, di tipo strutturale, che si riproducono ogni giorno, dentro e fuori le aule giudiziarie oppure che si presentano quando si tenta di redigere uno strumento contrattuale o di codificazione generale in materia di discriminazioni nei luoghi di lavoro: la separazione del fattore di rischio sesso o genere rispetto agli altri fattori di rischio (età, disabilità, orientamento sessuale, convinzioni personali e religiose, razza e origine etnica)».

²⁸ Le certificazioni al mese di novembre 2023 sono state 1548 (v. www.accredia.it).

²⁹ V. G. Consonni, *La certificazione della parità di genere: la UNI/PdR 125:2022*, in *Dir. rel. ind.*, 2, 2024, 395.

³⁰ J.D. Sachs, *The Age of Sustainable Development*, New York, 2014, 54.

³¹ W. J. Casey, *Does Defining Constituencies Matter?*, in *U. Cin. L. Rev.*, 59, 1990, 385-419; L. Heracleous, L. L. Lan, *The myth of shareholder capitalism*, in *Harv. Bus. Rev.*, 88, 2010, 24-30.

³² S. Bainbridge, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, in *Pepperdine L. Rev.*, 19, 1992, 971-994. Più propriamente «*constituency statutes purport to allow directors of public corporations to consider an expanded group of 'interests' when making decisions on behalf of the corporation or, more precisely, decisions concerning the course of the corporation's business*»: J.R. Macey, *Fiduciary Duties As Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective*, in *Cornell. L. Rev.*, 1266, 1999, 84 ss. V. anche E.S. Adams, J.H. Matheson, *A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns*, in *Emory L.J.*, 49, 2000, 1085-1087.

of the corporation, shall consider the long-term as well as the short-term interests of the corporation and its shareholders including the possibility that these interests may be best served by the continued independence of the corporation»³³. Disposizione questa non dissimile alla *sec. 717-B della New York Business Corporation Law*, secondo cui «in taking action, including, without limitation, action which may involve or relate to a change or potential change in the control of the corporation, a director shall be entitled to consider, without limitation, (1) both the long-term and the short-term interests of the corporation and its shareholders and (2) the effects that the corporation's actions may have in the short-term or in the long-term»; e ciò finalizzato a uno dei seguenti obiettivi: «(i) the prospects for potential growth, development, productivity and profitability of the corporation; (ii) the corporation's current employees; (iii) the corporation's retired employees and other beneficiaries receiving or entitled to receive retirement, welfare or similar benefits from or pursuant to any plan sponsored, or agreement entered into, by the corporation; (iv) the corporation's customers and creditors; and (v) the ability of the corporation to provide, as a going concern, goods, services, employment opportunities and employment benefits and otherwise to contribute to the communities in which it does business»³⁴.

L'approccio del *common law* statunitense agli ESG, sebbene storicamente abbia preceduto l'intervento europeo, è stato prevalentemente di natura volontaria³⁵.

Gli stessi *constituency statute* ne sono dimostrazione: la maggior parte di essi consente semplicemente ai director di considerare, nelle proprie scelte manageriali, interessi altri da quelli degli *shareholder*. In questo senso, trattandosi di disposizione facoltativa, non vi è alcuno strumento di *enforcement*³⁶ – anche perché si è sempre più estesa l'area del *management*, ricomprendendo naturalmente anche interessi non strettamente riferibili all'azionariato³⁷.

Orbene, in epoca recente, la tematica degli ESG sembra aver beneficiato di un rinnovato vigore, con innovazioni regolamentari specifiche che hanno riguardato singoli aspetti dell'ampio spettro della sostenibilità.

Così, il 4 dicembre 2020 la Nasdaq ha richiesto alla *Securities and Exchange Commission* (SEC)³⁸ con cui si sono introdotte le tematiche di *inclusion* nella *governance* delle *corporation* richiedendo specificamente l'adozione della Rule 5605(f) (Diverse Board Representation), la quale poneva quale requisito per le Nasdaq-listed corporation «to have at least one director who self-identifies as a female» e «to have at least one director who self-identifies as Black or African American, Hispanic or Latinx, Asian, Native American or Alaska Native, Native Hawaiian or Pacific Islander, two or more races or ethnicities, or as LGBTQ+»; a ciò si aggiungeva la Rule 5606 (Board Diversity Disclosure) che richiedeva alle medesime società «to provide statistical information in a proposed uniform format on the company's board of directors related to a director's self-identified gender, race, and self-identification as LGBTQ+»³⁹.

Nel 2021, la SEC ha approvato la modifica alle regole del Nasdaq per le società quotate. Nel

³³ Ariz. Rev. Stat. § 10-2702, come da ultimo modificato dalla L. 2016, ch. 354, s. 25, entrata in vigore l'8 maggio 2016.

³⁴ New York Consolidated Laws, § 717.

³⁵ L. Papi, *Crisi del sistema "volontaristico" e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 1, 2019, 109 ss.

³⁶ L.E. Mitchell, *Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes*, in *Texas L. Rev.*, 70, 3, 1992, 579; E. W. Orts, *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes*, in *Geo. Wash. L. Rev.*, 61, 1, 1992, 14 ss.

³⁷ S.M.H. Wallman, *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, in *Stetson L.F.*, 63, 1991, 21.

³⁸ Con Notice of Filing of proposed rule change to adopt listing rules related to board diversity, disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/files/rules/sro/nasdaq/2022/34-96500.pdf>.

³⁹ E, non ultima, « (iii) to update Rule 5615 and IM-5615-3 (Foreign Private Issuers) and Rule 5810(c) (Types of Deficiencies and Notifications) to incorporate references to proposed Rule 5605(f) and Rule 5606; and (iv) to make certain other non-substantive conforming changes».

luglio 2023, la SEC ha adottato nuove regole di disclosure sugli incidenti di cybersicurezza e, nel settembre 2023, ha finalizzato emendamenti all'Investment Company Act per garantire che i fondi il cui nome suggerisce un focus su uno o più fattori *ESG* investano almeno l'80% dei loro *asset* in accordo con tale *focus*.

Orbene l'impostazione dell'ordinamento statunitense si basa sul *comply-or-explain*, il quale richiede che le società quotate in borsa riferiscano sul loro impegno rispetto a specifici standard *ESG* – e, se non si conformano a tali standard, devono fornire spiegazioni. Tale approccio, come noto, è stato adottato per promuovere la trasparenza e l'impegno verso pratiche sostenibili e responsabili senza imporre obblighi legali rigidi.

Nel caso della regolamentazione del Nasdaq, di cui supra, la Nasdaq Rule 5605(f) richiede espressamente alla società che non prevede almeno due consiglieri di amministrazioni di genere diverso «*to explain why the company does not have at least two directors on its board who self-identify in the categories listed above*» – confermando, per l'appunto, il principio.

Tuttavia, l'ordinamento statunitense sembra di recente aprire la strada all'esperienza obbligatoria.

Più in dettaglio, la SEC, sin dagli anni Settanta ma, più convintamente, dal 2010, ha introdotto previsioni in grado di fornire agli investitori «*material information about environmental risks*»⁴⁰.

In tal senso, il 21 marzo 2022 la SEC ha proposto l'introduzione di regole che imporrebbero alle società di includere nei loro *statement* e nei *report* periodici specifiche informazioni sul clima e sui rischi legati al clima che è ragionevolmente probabile abbiano un impatto materiale sul *business*, sui risultati operativi o sulla situazione finanziaria; come pure l'introduzione di «*climate-related financial statement metrics*» nella nota di accompagnamento ai bilanci d'esercizio. Le informazioni relative ai rischi climatici includerebbero anche le emissioni di gas serra della società – le quali rappresentano il criterio usato per valutare l'esposizione della società a tali rischi⁴¹.

La finalità ultima della SEC è di migliorare la trasparenza e la coerenza delle informazioni

⁴⁰ V. Fact Sheet, *Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures*, emanato dalla U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) e disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/files/33-11042-fact-sheet.pdf>

⁴¹ Più nel dettaglio, la *disclosure* richiesta dalla SEC riguarda 11 ambiti: «*The oversight and governance of climate-related risks by the registrant's board and management*»; «*How any climate-related risks identified by the registrant have had or are likely to have a material impact on its business and consolidated financial statements, which may manifest over the short-, medium-, or long-terms*»; «*How any identified climate-related risks have affected or are likely to affect the registrant's strategy, business model, and outlook*»; «*The registrant's processes for identifying, assessing, and managing climate-related risks and whether any such processes are integrated into the registrant's overall risk management system or processes*»; «*If the registrant has adopted a transition plan as part of its climate-related risk management strategy, a description of the plan, including the relevant metrics and targets used to identify and manage any physical and transition risks*»; «*If the registrant uses scenario analysis to assess the resilience of its business strategy to climate-related risks, a description of the scenarios used, as well as the parameters, assumptions, analytical choices, and projected principal financial impacts*»; «*If a registrant uses an internal carbon price, information about the price and how it is set*»; «*The impact of climate-related events (severe weather events and other natural conditions) and transition activities on the line items of a registrant's consolidated financial statements, as well as the financial estimates and assumptions used in the financial statements*»; «*The registrant's direct GHG emissions (Scope 1) and indirect GHG emissions from purchased electricity and other forms of energy (Scope 2), separately disclosed, expressed both by disaggregated constituent greenhouse gases and in the aggregate, and in absolute terms, not including offsets, and in terms of intensity (per unit of economic value or production)*»; «*Indirect emissions from upstream and downstream activities in a registrant's value chain (Scope 3), if material, or if the registrant has set a GHG emissions target or goal that includes Scope 3 emissions, in absolute terms, not including offsets, and in terms of intensity*»; and «*If the registrant has publicly set climate-related targets or goals, information about: - The scope of activities and emissions included in the target, the defined time horizon by which the target is intended to be achieved, and any interim targets; - How the registrant intends to meet its climate-related targets or goals; - Relevant data to indicate whether the registrant is making progress toward meeting the target or goal and how such progress has been achieved, with updates each fiscal year; and - If carbon offsets or renewable energy certificates ("RECs") have been used as part of the registrant's plan to achieve climate-related targets or goals, certain information about the carbon offsets or RECs, including the amount of carbon reduction represented by the offsets or the amount of generated renewable energy represented by the RECs*».

disponibili per gli investitori, rendendo manifesti i dati nei documenti ufficiali affinché gli investitori possano meglio valutare i rischi climatici nei loro investimenti. E, per tale ragione, vorrebbe rendere specifiche informazioni su come il *board of director* e in generale il *management* della società registrata supervisionano i rischi legati al clima, quale sia il processo di gestione del rischio e quale sia la risposta societaria.

Orbene, la SEC ha mostrato di voler allineare la conformità a tali profili con il sistema di *enforcement* tradizionale. A tal fine, si è istituita una *Task Force* su Clima e ESG all'interno della *Enforcement Division* per sviluppare iniziative volte a identificare proattivamente la condotta illecita relativo all'ESG, in linea con l'aumento della «dipendenza» degli investitori dalla *disclosure* e dall'investimento legati al clima e agli ESG. In tal senso, la *Task Force* utilizza *data analysis* avanzate per incrociare le informazioni rese dalle società registrate e per far emergere *material gap* o *misstatement*. Peraltro, la SEC ha già pubblicato una lista di *ESG-related enforcement action* degli anni precedenti (dal 2008 al 2022) per offrire una casistica di massima sulle violazioni già accertate nel passato – e che riguardavano, ad esempio, la mancanza di qualità, in termini di ESG, di fondi di investimento⁴².

Non mancano, tuttavia, iniziative a livello statale, anche più rigorose di quanto previsto dalla SEC. In particolare, la California ha approvato il 7 ottobre 2023 il *Climate Corporate Data Accountability Act* con il *Senate Bill 253*⁴³.

Interessante rilevare come l'approccio alla *disclosure* in materia climatica «*relies largely on voluntary reporting of GHG inventories, goals, commitments, and agreements, and lacks the full transparency and consistency needed by residents and financial markets to fully understand these climate risk.*» (Sec. 1, lett. i).

Invero, al pari di quanto previsto dall'ordinamento europeo, l'ambito di applicazione della predetta normativa è per ora limitato, essendo rappresentata da «*partnership, corporation, limited liability company, or other business entity formed under the laws of this state, the laws of any other state of the United States or the District of Columbia, or under an act of the Congress of the United States with total annual revenues in excess of one billion dollars (\$1,000,000,000) and that does business in California*»⁴⁴. Il rispetto delle prescrizioni normative è assicurato dallo *State Air Resources Board*, il quale è chiamato ad adottare previsioni per l'applicazione di «*administrative penalties for nonfiling, late filing, or other failure to meet the requirements*» previsti dal *Climate Corporate Data Accountability Act* – secondo limiti previsti dal *California Code of Regulations* e limitate in 500.000 \$ «*in a reporting year*».

3. La regolamentazione europea. L'attenzione per gli ESG e, più in generale, per la sostenibilità da parte dell'ordinamento europeo appare ben più strutturata rispetto alle altre esperienze sovranazionali. Ancorché manchi un atto normativo uniforme che indichi principi e regole generali in materia di sostenibilità, il legislatore europeo ha mostrato un'attenzione per la tematica – a partire dalle informazioni non-finanziarie⁴⁵ –, con integrazioni in settori

⁴² Ovvero, nel caso più recente tra quelli pubblicati, si è riconosciuto che tra aprile 2017 e giugno 2018, Goldman Sachs «*failed to have any written policies and procedures for ESG research in one product, and once policies and procedures were established, it failed to follow them consistently prior to February 2020*».

⁴³ Nella medesima data è stato approvato il *Climate-Relate Financial Risk Act* con il *Senate Bill 261*.

⁴⁴ L'integrazione del requisito è valutata «*on the reporting entity's revenue for the prior fiscal year*».

⁴⁵ E. Bellisario, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2017, I, 19 ss.; S. Bruno, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss.; E.R. Desana, *L'impresa fra tradizione e innovazione*, Torino, 2018, 206-210; P. Sfameni, *Disciplina dell'informazione a carattere non finanziario e mercati regolamentati. Problemi e prospettive*, in D. Caterino, I. Ingravallo (a cura di), *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, 2020, 197 ss.; G. Strampelli, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 145 ss.; M. Maugeri, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1026 ss.;

specifici.

L'atto principale è rappresentato dal *Green Deal* del 2019⁴⁶.

Il *Green Deal*⁴⁷ porta con sé un'inevitabile importanza strategica, atteso che, dopo anni di crisi economico-finanziaria⁴⁸, l'Unione europea era da tempo alla ricerca di opportunità per rendersi «capofila» di un progetto di innovazione⁴⁹, che sia orientato a una generazione differente rispetto al *target* tradizionale degli interventi normativi. In quest'ottica, come si vedrà *infra*, possono e debbono leggersi le scelte, anche di diritto positivo, effettuate dall'ordinamento europeo le quali si appalesano ben più «radicali»⁵⁰ delle scelte passate⁵¹.

Il *Green Deal* è definito – nei Considerando degli altri atti normativi europei⁵² – quale «nuova strategia di crescita mirata a trasformare l'Unione in una società giusta e prospera, dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva, che a partire dal 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse» – il cui obiettivo è raggiungibile inviando «agli investitori chiari segnali che li inducano ad evitare gli investimenti in attivi non recuperabili e a raccogliere finanziamenti sostenibili».

Invero, un tentativo di familiarizzazione⁵³ con la tematica della sostenibilità era stato fatto con l'*Emission Trading System (ETS)* avviato nel 2005 nell'ambito del c.d. *Pacchetto Fit for 55* in cui l'obiettivo è la riduzione delle emissioni entro il 2030 e di zero emissioni nette entro il 2050. Il sistema di scambio di emissioni è una misura rivolta specificamente alle realtà industriali, che vuole creare un mercato unico del carbonio che comprenda i mercati UE,

⁴⁶ COM(2019) 640 def. V. H. Dyrhauge, K. Kurze, H. Dyrhauge, K. Kurze, *Making the European Green Deal Word*, New York, 2023, 12 ss. Ad esso correlato, ma lambisce l'ambito finanziario tra cui *infra*, la comunicazione del 17 giugno 2019 dal titolo «Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima» («Orientamenti sulla comunicazione di informazioni relative al clima»), la Commissione ha messo in luce i benefici che le imprese traggono dalla comunicazione di informazioni relative al clima, in particolare aumentando all'interno dell'impresa la consapevolezza e la comprensione dei rischi e delle opportunità correlati al clima, diversificando la base di investitori, creando un costo inferiore del capitale e migliorando il dialogo costruttivo con tutti i portatori di interessi – oltre al fatto che «la diversità nei consigli di amministrazione delle imprese può influire sul processo decisionale, sul governo societario e la resilienza» (Considerando 3 alla Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022).

⁴⁷ D. Bevilacqua, *La normativa europea sul clima e il Green new deal. Una regolazione strategica di indirizzo*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2, 2022, 297; S. Nespore, *La scoperta dell'ambiente. Una rivoluzione culturale*, Roma-Bari, 2020, 112; F. Fracchia, *Lo sviluppo sostenibile. La voce flebile dell'altro tra protezione dell'ambiente e tutela della specie umana*, Napoli, 2010, 12.

⁴⁸ Per le difficoltà in passato v. E. Gerelli, *Economia e tutela dell'ambiente. Possibilità e problemi di uno sviluppo «pulito»*, Bologna, 1974, *passim*. Il tema si interseca con l'Emissions Trading System (ETS) su cui v. C. Kettner, D. Kletzan-Slamanig, A. Koppl, *The EU Emission Trading Scheme: Is There a Need for Price Stabilization?*, in L. Kreiser, L. Soocheol, K. Ueta, J.E. Mine, H. Ashiabor (a cura di), *Environmental Taxation and Green Fiscal Reform*, 2014, 113.

⁴⁹ M. van der Sluis, *The European Green Deal Paradox – remarkably successful, but falling short?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 30, 3, 2023, 232.

⁵⁰ Sulla difficoltà di adottare un approccio drastico v. N. Chomsky, R. Pollin, *Minuti contati. Crisi climatica e Green New Deal Globale*, 2020, 100.

⁵¹ G. Grasso, *Solidarietà ambientale e sviluppo sostenibile tra Costituzioni nazionali, Carta dei diritti e progetto di Costituzione europea*, in *Pol. dir.*, 2003, 581 ss.; P. Dell'Anno, *La tutela dell'ambiente come «materia» e come valore costituzionale di solidarietà e di elevata protezione*, in *Amb. svil.*, 2009, *passim*; M.C. Carta, *La Blue Economy dell'Unione Europea: evoluzione e prospettive di un nuovo modello economico «circolare» green e blue oriented*, in *Eurojus*, 2, 2024, 475.

⁵² Si veda, *ex multis*, il Considerando 2 del Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

⁵³ S. Moratti, *Green deal europeo: nuove prospettive per la fiscalità dell'energia nelle politiche di gestione dei rischi climatici*, in *Riv. dir. fin. sc. fin.*, 4, 2020, 439.

l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia⁵⁴.

Orbene, in tale contesto il *Green Deal* si è posto in continuità con l'*ETS*, raccogliendone le previsioni e, soprattutto, l'approccio⁵⁵.

Invero, non può non riconoscersi come il limite dell'intervento normativo⁵⁶ sia di fornire una lettura parziale del fenomeno solo in termini climatici, in cui l'obiettivo è il raggiungimento della *climate neutrality* nel 2050. Gli obiettivi di dettaglio sono ancor più chiari: rendere più ambiziosi gli obiettivi europei per il clima; mobilitare l'industria per un'economia pulita e circolare; costruire e ristrutturare in modo efficiente sotto il profilo energetico e delle risorse; perseguire l'obiettivo del cd. inquinamento zero; risanare e ripristinare gli ecosistemi e la biodiversità; promuovere un sistema alimentare equo, sano e rispettoso dell'ambiente, ispirato al principio «dal produttore al consumatore»; favorire la mobilità sostenibile.

I fattori *ESG* sono stati, poi, specificamente integrati nell'ambito finanziario. Il riferimento principale è al Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR*).

Fino al momento dell'emanazione del Regolamento⁵⁷, apparivano infatti eccessivamente eterogenee – specie per la mancata armonizzazione degli obblighi, le informative destinate agli investitori finali sull'integrazione dei rischi di sostenibilità⁵⁸, sulla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, degli obiettivi di investimento sostenibile, ovvero sulla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, nel processo decisionale e nei processi di consulenza⁵⁹. Il Regolamento impone ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti

⁵⁴ Le misure si basano sulla previsione di una soglia massima di quantità totali di gas ad effetto serra che le imprese coperte dal sistema possono emettere; tale soglia è poi oggetto di progressiva riduzione fino al completo azzeramento. Per un'analisi critica v. M. Pahle, S. Queminn, S. Osorio, C. Günther, R. Pietzcker, *The Emerging Endgame: The EU Ets on the Road Towards Climate Neutrality*, SSRN, 2024, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4707860>; per un'analisi ottimista sui risultati scientifici si veda P. Villoria-Sáez, V. W.Y. Tam, M. del Río Merino, C. Vinas Arrebola, C. Wang, *Effectiveness of greenhouse-gas Emission Trading Schemes implementation: a review on legislations*, in *Journal of Cleaner Production*, 127, 2016, 49-58.

⁵⁵ V. T. Treu, *Politiche europee e nazionali per la transizione verde*, in *Dir. rel. ind.*, 1, 2024, 1 ss.

⁵⁶ G. Claeys, S. Tagliapietra, G. Zachmann, *How to Make the European Green Deal Work*, Bruxelles, 2019, 3.

⁵⁷ T. Di Marcello, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 4, 2023, 607.

⁵⁸ J.C. Coffee, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership and Systematic Risk*, in ECGI, Law Working Paper n. 541/2020, marzo 2021, 13 ss.; A.G.F. Hoepner, I. Oikonomou, Z. Sautner, L.T. Starks, X.Y. Zhou, *ESG Shareholder Engagement and Downside Risk*, in ECGI, Finance Working Paper N. 671/2020, aprile 2020; D.C. Esty, Q. Karpilow, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation*, in *Yale JREG*, 36, 2019, 629; F. Fornasari, *Knowledge and Power in Measuring the Sustainable Corporation: Stock Exchanges as Regulators of ESG Factors Disclosure*, in *Wash. U. Global Stud. L. Rev.*, 19, 2020, 208; S. Rossi, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, 119; B. Caldecott, *Introduction. Stranded assets and the environment*, in *Stranded Assets and the Environment. Risk, Resilience and Opportunity*, New York, 2018, 5 ss.

⁵⁹ Come previste altresì dalle seguenti Direttive: Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17 novembre 2009, 32); Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II) (GU L 335 del 17 dicembre 2009, 1); Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi (GU L 174 dell'1 luglio 2011, 1); Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GU L 176 del 27 giugno 2013, 338); Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12 giugno 2014, 349); Direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 gennaio 2016, sulla distribuzione assicurativa

finanziari che forniscono consulenza in materia di investimenti o di assicurazioni riguardo ai prodotti di investimento assicurativi (IBIP), indipendentemente dalla progettazione dei prodotti finanziari e dal mercato di riferimento, di pubblicare politiche scritte sull'integrazione dei rischi di sostenibilità – inteso quale evento o condizione di tipo ambientale, sociale o di governance «che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento»⁶⁰ – e assicurare la trasparenza di tale integrazione. In sostanza, tale intervento regolamentare si snoda attraverso l'imposizione di specifiche condotte – ivi compresa la necessaria consegna (o comunque messa a disposizione) di documenti al cliente – orientate all'integrazione dei rischi ESG nei processi di investimento.

Non può inoltre dimenticarsi in materia l'emanazione della Tassonomia europea⁶¹ del 18 giugno 2020, adottata con Regolamento UE 2020/852 ed entrata in vigore il 1° gennaio 2022 – con la quale si è modificato il precedente Regolamento UE 2019/2088. L'importanza risiede nell'aver offerto una classificazione comune a livello europeo delle attività economiche considerate sostenibili dal punto di vista ambientale. Con essa si offre un ulteriore livello di trasparenza in merito alla collocazione delle imprese sui mercati finanziari, riconoscendo sei obiettivi ambientali specifici e agevolando il flusso di capitali verso la finanza sostenibile e i progetti verdi, proponendo la creazione di un linguaggio comune e standardizzato, di criteri e di un processo di due diligence (con garanzia di qualità) relativo all'identificazione delle attività economiche che si allineano agli obiettivi ambientali riconosciuti e condivisi dagli Stati membri⁶².

E con Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 circa «l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento».

Lo schema regolatorio si pone in perfetta continuità con i precedenti interventi. Vengono, infatti, responsabilizzati gli operatori economici – e, in particolare, le imprese di investimento – le quali sono chiamate a disporre di meccanismi adeguati «per garantire che l'inclusione dei fattori di sostenibilità nel processo di consulenza e nella gestione del portafoglio non porti a

(GU L 26 del 2 febbraio 2016, 19); Direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2016, relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP) (GU L 354 del 23 dicembre 2016, 37). Come pure i Regolamenti e, in particolare: Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il venture capital (GU L 115 del 25 aprile 2013, 1); Regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (GU L 115 del 25 aprile 2013, 18); Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (GU L 123 del 19 maggio 2015, 98); e, infine, il Regolamento (UE) 2019/1238 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 sul prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP) (GU L 198, 25 luglio 2019, 1).

⁶⁰ Considerando 14. La nozione, invero, rinvia alla definizione già presente nella legislazione settoriale, in particolare nelle Direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341.

⁶¹ V. *Report della Piattaforma sulla finanza sostenibile Platform Recommendations on Data and usability*, del 12 ottobre 2022. Cfr. D.A. Zetzsche, L. Anker-Sørensen, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 48 ss.; I. Chiu, *The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability Metrics*, in *European Business Organization Law Review*, 2022, 87 ss.; A. Genovese, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2022, 506 ss.; e A.M. Paces, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?*, in *Sustainability*, 2021, 9 ss.

⁶² Cfr. F. Malzani, *Tassonomia UE e vincoli per l'impresa sostenibile nella prospettiva prevenzionistica*, in *Giorn. Dir. lav. e rel. ind.*, 177-178, 2023, 1-2.

pratiche di vendita impropria o all'errata rappresentazione di strumenti o strategie finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità laddove non lo sono».

Se l'approccio europeo non ha fornito sanzioni specifiche per tale ambito, esse sono state demandate dagli Stati membri. In particolare, la CONSOB ha integrato le disposizioni nel Regolamento n. 20307 del 15 febbraio 2018 (il c.d. Regolamento Intermediari) che adegua la normativa di rango secondario al rinnovato quadro di riferimento europeo.

Più in dettaglio, il Regolamento Intermediari, come modificato con delibera n. 2243 del 28 luglio 2022⁶³, ha integrato gli obiettivi di sostenibilità del Regolamento Delegato negli artt. 66, 68, 72, 75, c. 3, 175, 167, cc 2 e 5, 171, 175 e 177. Ad eccezione dei primi quattro, i restanti articoli sono direttamente correlati con l'art. 180 (Sanzioni). Si pensi alla mancata informazione da parte dei consulenti finanziari autonomi (o delle società di consulenza finanziaria) di fornire al cliente o al potenziale cliente – in tempo utile prima che questi sia vincolato da un accordo per la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti o prima della prestazione di tale servizio, qualora sia precedente – specifiche informazioni riguardanti il contratto o il servizio di investimento tra cui, ove pertinente, «i fattori di sostenibilità presi in considerazione nel processo di selezione degli strumenti finanziari» – violazione che porta all'applicazione della sanzione della sospensione dall'albo ai sensi dell'art. 180, c. 2, lett. b). O, ancora, se il consulente non ha considerato le preferenze di sostenibilità nella valutazione dell'operazione da raccomandare (ai sensi dell'art. 167); o se ha violato il divieto di raccomandare strumenti finanziari come rispondenti alle preferenze di sostenibilità di un cliente se, invero, tale strumento non soddisfa tali preferenze (art. 171 sulla valutazione dell'adeguatezza); o se ha mancato di considerare i rischi di sostenibilità nel rendere informazioni su supporto durevole e mediante sito internet ai sensi dell'art. 175, è parimenti prevista la sanzione della sospensione dall'albo ai sensi dell'art. 180, c. 2, lett. b).

Il nuovo pilastro in materia di integrazione degli *ESG* nella *corporate governance* è tuttavia rappresentato dalla 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». È la c.d. *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD).

L'intervento s'innesta sul precedente Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio che impone agli enti di grandi dimensioni che hanno emesso valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di comunicare informazioni sui rischi ambientali, sociali e di *governance* a decorrere dal 28 giugno 2022.

In tale provvedimento normativo il legislatore europeo ha utilizzato il *report* di sostenibilità come strumento per il perseguimento degli obiettivi generali. Infatti, il presupposto concettuale è rappresentato – come evidente dal Considerando 9 alla Direttiva – che una migliore rendicontazione di sostenibilità da parte delle imprese genera un vantaggio di consumatori, risparmiatori e cittadini, i quali «sarebbero adeguatamente informati e quindi in grado di impegnarsi meglio nel dialogo sociale» – intesa come migliore selezione dei prodotti cui investire. I destinatari cui la regolamentazione europea si rivolge sono sia gli investitori – i quali sono portati a «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» –, sia gli attori della società civile, che confidano nella attenzione delle imprese alla sostenibilità. Questi sono sempre più consci dei rischi e delle opportunità che le questioni ambientali comportano.

Invero, come detto, tramite lo strumento della rendicontazione si vuole altresì accordare alle imprese una serie di benefici; non ultimo, l'accesso al capitale finanziario, visto che proprio

⁶³ In vigore dal 16 agosto 2022.

la rendicontazione può migliorare la comunicazione tra le imprese e i loro portatori di interessi, con effetti diretti sulla *reputation*.

Il sistema – strutturato già dalla Direttiva 2013/34/UE che la CSRD novella – si basa su una prospettiva di «doppia rilevanza», richiedendo che le informazioni da rendere abbiano ad oggetto sia l'impatto delle attività dell'impresa sulle persone e sull'ambiente, sia il modo in cui le questioni di sostenibilità incidono sull'impresa stessa – ad eccezione dei dati costituenti 'segreti commerciali' (capitale intellettuale, proprietà intellettuale, *know-how*, risultati dell'innovazione, anche di cui alla Direttiva (UE) 2016/943).

Il sistema si fonda sul ruolo della EFRAG, società privata istituita nel 2001, la quale supporta la Commissione europea anche per l'individuazione di principi di rendicontazione di sostenibilità standard – i quali, secondo quanto prevede la Direttiva – «dovrebbero specificare le informazioni che le imprese devono comunicare riguardo a fattori sociali, compresi le condizioni di lavoro, il coinvolgimento delle parti sociali, la contrattazione collettiva, l'uguaglianza, la non discriminazione, la diversità, l'inclusione e i diritti umani».

Orbene, la Direttiva impone a tutte le imprese di grandi dimensioni e le piccole e medie imprese (ma non le microimprese), che sono enti di interesse pubblico ai sensi dell'art. 2, p. 1), lett. a) della Direttiva 2013/34/UE⁶⁴, di includere nella relazione sulla gestione informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione. Questa viene inclusa, per l'appunto, nella relazione sulla gestione, che rappresenta il resoconto sull'andamento e sui risultati dell'attività dell'impresa e della sua situazione, e nella quale sono espressi gli indicatori di risultato finanziari e non finanziari; tale relazione indica anche l'evoluzione prevedibile dell'impresa, le attività svolte nella ricerca e nello sviluppo, l'utilizzo eventuale di strumenti finanziari, obiettivi e politiche in materia di gestione del rischio finanziario e l'esposizione dell'impresa al rischio di prezzo, di credito, di liquidità e di variazione dei flussi finanziari. In sostanza, dunque, la relazione di sostenibilità vuole innestare i fattori *ESG* nelle pieghe delle maglie finanziarie.

Più nel dettaglio, la relazione di sostenibilità deve fare comprendere quale sia il modello adottato dall'impresa e quali sia la relativa strategia in materia; deve indicare le opportunità per l'impresa connesse alle questioni di sostenibilità e i piani dell'impresa (ivi compresi i piani finanziari e di investimento) predisposti per 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 di cui all'*Accordo di Parigi*; nonché una «descrizione degli obiettivi temporalmente definiti connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa, inclusi, ove opportuno, obiettivi assoluti di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra almeno per il 2030 e il 2050, una descrizione dei progressi da essa realizzati nel conseguimento degli stessi e una dichiarazione che attesti se gli obiettivi dell'impresa relativi ai fattori ambientali sono basati su prove scientifiche conclusive» (lett. b).

A ciò si aggiungono le informazioni sulla *governance*: dalla descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per le questioni di sostenibilità alle relative competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo; dalla descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità all'analisi degli impatti negativi (anche potenziali) legati alle attività dell'impresa e alla sua *value chain* – informazioni queste

⁶⁴ «Disciplinate dal diritto di uno Stato membro e i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari».

che si aggiungono a quelle contenute nella relazione sul governo societario di cui all'art. 20 della Direttiva 2013/34/UE (come modificata, appunto, dalla CSRD)⁶⁵.

L'*enforcement* delle previsioni della Direttiva è garantito, nel rispetto di autonomia degli Stati Membri, da specifiche sanzioni che dovranno esser previste dalla legislazione nazionale. Tuttavia, è ben chiaro come la normativa europea non consenta alcuna modalità per sottrarsi all'emanazione e pubblicazione del *report* di sostenibilità: l'art. 51 prevede che «gli Stati membri prevedono sanzioni applicabili alle violazioni delle disposizioni nazionali adottate in conformità della presente direttiva e adottano tutte le misure necessarie per assicurarne l'applicazione», con sanzioni «efficaci, proporzionate e dissuasive».

A ciò si aggiunge un ulteriore regime sanzionatorio. Tra le modifiche che la CSRD ha apportato alla Direttiva 2006/43/CE, infatti, vi è anche l'emendamento all'art. 30 secondo cui – fatti salvi i regimi nazionali in materia di responsabilità civile – gli Stati membri prevedono sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive nei confronti dei revisori legali e delle imprese di revisione contabile, qualora le revisioni legali dei conti o l'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità non siano effettuate in conformità con la regolamentazione.

4. Brevi considerazioni conclusive. Le regolamentazioni statunitense ed europea dei fattori *ESG*⁶⁶ se da un lato condividono obiettivo, finalità e metodologia – ivi compresa l'azione sulle imprese, quali veicoli per la sostenibilità – dall'altro lato differiscono profondamente sull'approccio di *enforcement*.

La tripartizione di schemi di effettività – volontaria, *comply-or-explain* e obbligatoria – sembra riempirsi di significato, specie in chiave comparatistica.

In particolare, l'adeguamento spontaneo delle società all'uso dei fattori *ESG* e alla loro integrazione della *governance* appare allo stato non fattibile; i costi di *compliance*, infatti, non appaiono al momento bilanciati con le prospettive di guadagno, rendendo ancora conveniente sviluppare blandamente (o non sviluppare affatto) i fattori *ESG*.

Quanto alla *comply-or-explain*, l'ordinamento statunitense si fonda ancora convintamente su tale approccio. Invero, non è l'unico. La Singapore Exchange (SGX) ha introdotto regole di *reporting* sulla sostenibilità fondate su base *comply-or-explain* per sostituire il regime di *reporting* volontario, in vigore dal 2011, tipico del Singapore Code of Corporate Governance⁶⁷. L'intento è di incoraggiare più società quotate ad adottare questioni *ESG*, specificando le modalità di gestione dei *material ESG risk*.

Così anche nell'ordinamento di Hong Kong, ove il principio di *comply-or-explain* è stato implementato per rafforzare gli obblighi di *reporting ESG* delle società quotate dal 2016. Le modifiche alla *ESG Guide* e alle relative regole di quotazione richiedono che le società

⁶⁵ S. Fortunato, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in M. Castellaneta, F. Vessia (a cura di), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, Napoli, 2019, 123 ss.

⁶⁶ Discorso parzialmente diverso, ma comunque connesso, è lo sviluppo delle società benefit: v. A. Candian, *Le Società Benefit in Italia*, in R.E. Cerchia (ed.), *Percorsi di diritto comparato*, Milano, 2021, 28; D. Corapi, *Dalla benefit corporation alla società benefit. Note conclusive*, in B. De Donno, L. Ventura (a cura di), *Dalla benefit corporation alla società benefit*, Bari, 2018, 111; L. Ventura, *Benefit corporation e società benefit tra innovazione creativa e imitazione di modelli*, in B. De Donno, L. Ventura (a cura di), cit., 101; nonché C. Angelici, *Società Benefit*, in B. De Donno, L. Ventura (a cura di), cit., 19 ss.

⁶⁷ *Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide* (disponibile all'indirizzo <https://rulebook.sgx.com/rulebook/sgx-rulebooks>): «To achieve the additional transparency which encourages efficiency and innovation, SGX-ST requires each issuer to publish an annual sustainability report, describing the primary components on a 'comply or explain' basis, and in relation to the primary component in Listing Rule 711B(1)(aa) where the issuer is in any of the industries identified in paragraph 4.9 of this Guide, on a mandatory basis, in accordance with the Listing Rules. This Guide provides guidance to the issuer on compliance with the requirements under the Listing Rules».

quotate riferiscano se si sono conformate alle disposizioni e, se non si sono conformate, devono fornire ragioni ponderate per la loro non conformità.

Discorso diverso riguarda, invece, l'approccio obbligatorio-impositivo⁶⁸.

L'ordinamento europeo ha inteso imporre alle società il rispetto di obblighi e procedure definite sin dal principio; e in tal senso le previsioni della c.d. CSRD e il suo apparato sanzionatorio (pur implicito che sia) ne sono chiara manifestazione. Di recente, poi, si è assistito anche a un tentativo obbligatorio da parte dell'ordinamento di *common law* statunitense, il quale sembra virare verso previsioni 'forzose', con previsione di sanzioni di natura amministrativa.

Invero, se tale sistema consente una sicura rapidità applicativa, per i fattori *ESG* rivela altresì benefici di altra natura. *In primis*, un vantaggio strettamente economico, con diretta correlazione con la liquidità della stessa società⁶⁹. Di poi, in termini sociali, atteso che l'imposizione di regole obbligatorie impone agli operatori economici di concorrere tra loro e di fondare la concorrenza su elementi differenti rispetto alle regole minime di sostenibilità imposte dalla normativa.

Da quanto fin qui rilevato, in sostanza, il *trend* appare privilegiare tale approccio, con strumenti di *enforcement* consistenti nell'applicazione di sanzioni amministrative che contemplino una condanna al pagamento in misura percentuale rispetto al fatturato annuale. In questo non sembra difficile predire una convergenza dei due ordinamenti – statunitense ed europeo – sull'approccio obbligatorio.

Un indice di ciò è rappresentato dalla *resolution* approvata dal Parlamento Europeo il 24 aprile 2024 «on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of Environmental, Social and Governance (ESG) rating activities». Intervento, questo, che mira a implementare la divulgazione di rating *ESG* nelle comunicazioni di marketing degli strumenti finanziari e nelle pubblicazioni sul web, consentendo una separazione di rating per ognuno dei tre fattori e richiedendo che i fornitori di rating acquisiscano in precedenza una autorizzazione dall'ESMA – salvo che non si tratti di piccole imprese e i gruppi per cui si prevedono deroghe alla registrazione per un triennio.

D'altronde, se non può dubitarsi dell'urgenza di rispettare tempistiche sempre più ristrette, specie in ambito climatico, le alternative sistemiche non sembrano convincenti. Ampia è la letteratura che riconosce come le cause del fallimento delle politiche di sostenibilità⁷⁰ siano, tra le molte, tre: in primo luogo, il perdurante incentivo, anche di natura economica, ai fattori produttivi «tradizionali» o «non sostenibili», sia quando s'innestano sia in attività private sia in attività pubbliche; in secondo luogo, il difetto di comunicazione ai c.d. *key stakeholder* circa l'urgenza di modificare le strategie di sviluppo nonché le criticità che riguardano l'approccio vigente, pur se formalmente sostenibile; in ultimo, il disinteresse degli ordinamenti all'implementazione delle politiche per rendere effettivamente sostenibile lo sviluppo.

Dunque, se è vero che l'*enforcement* è una parte coesistente del sistema normativo, è altrettanto vero che in materia di sostenibilità l'approccio volontario ha mostrato la sua ampia inefficacia – anche in ragione della scarsa attenzione presso l'utenza finale a selezionare i

⁶⁸ Con limiti: v. N. Ciocca, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in F. Massa (a cura di), *Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, Torino, 2019, 83 ss.

⁶⁹ «The effects are stronger if the mandatory disclosure requirements are implemented by government institutions, not on a comply-or-explain basis, and coupled with enforcement by informal institutions», cit. P. Krueger, Z. Sautner, D.Y. Tang, R. Zhong, *The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 754/2021, Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-44, 40, 2024, disponibile su SSRN all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3832745>.

⁷⁰ M. Howes, L. Wortley, R. Potts, A. Dedekorkut-Howes, S. Serrao-Neumann, J. Davidson, T. Smith, P. Nunn, *Environmental Sustainability: A Case of Policy Implementation Failure?*, in *Sustainability*, 9, 2017, 165 ss.

prodotti sostenibili e a valorizzare la scelta virtuosa dell'impresa.

Orbene, le ragioni di una tal differenza di approccio nei due ordinamenti sembrano potersi sintetizzare in due aspetti: uno strutturale, l'altro culturale.

L'ordinamento statunitense sconta, in materia di *corporate governance* e di interventi sulle imprese, un rapporto tra Stato centrale e Stati federati in latente tensione, fondato su un modello neo-federalista di derivazione calvinista⁷¹. Lo Stato europeo, invece, nella riaffermazione dei valori di universalità e di solidarietà propri della tradizione cattolica sembra privilegiare un modello fondato sul principio di sussidiarietà orizzontale⁷²; tali caratteri, infatti, discendono dalla dottrina sociale della Chiesa⁷³. Da ciò ne discende una maggiore ritrosia dello Stato centrale statunitense a disciplinare profili che incidono direttamente sulle *corporation* e che possano contrastare con quelle naturali politiche economiche che tendono all'abbattimento di barriere all'ingresso e alla diminuzione di oneri (anche fiscali) sulle imprese.

Dal punto di vista «culturale», l'approccio *comply-or-explain* è assai coerente con il liberismo economico di derivazione classica dell'ordinamento statunitense⁷⁴, che vuole condizionare l'attività economica privata senza utilizzare fattori impositivi⁷⁵. D'altronde, ciò si s'innesta con un altro profilo, parimenti determinante: è ben noto come la sensibilizzazione ai temi della sostenibilità si scontri con le difficoltà di coinvolgimento dell'azionariato. Coinvolgimento che, proprio su questi temi, sembra esser messo in discussione dal c.d. *shareholder engagement*, ove la sostenibilità porta con sé un costante dialogo, condivisione e allineamento di interessi, specie tra azionisti di maggioranza e minoranza; dialogo che vede quale obiettivo l'instaurazione di una 'governabilità sostenibile' in cui si confrontano «nella continua ricerca di un equilibrio, elementi economici, sociali, ambientali e di *governance* che richiedono una diffusa e larga partecipazione, un effettivo interesse ed un concreto impegno di tutti gli azionisti»⁷⁶.

In altri termini, il liberismo economico statunitense modera l'intervento statale nella consapevolezza di incidere sull'attività economica privata non già e non solo delle *corporation*

⁷¹ D. Velo, *Globalization and Welfare State Reform*, in *The European Union Review*, 1998, 17 ss.: «*the spreading of non-profit institutions, for all their different shapes, focuses the debate on the possibility of identifying a new welfare State model. This corresponds to the role that non-profit institutions, being the expression of an innovatory interlacing of choices of value and choices of organisational patterns, can play in implementing the principle of subsidiarity and neo-federalism*». A. Ferrara, *Il principio di sussidiarietà come criterio guida nella riforma del regionalismo e del Welfare State*, in AA.VV., *Regionalismo. Federalismo e Welfare State*, Milano, 1997, 95 ss.

⁷² L. Antonini, *Il principio di sussidiarietà orizzontale: a Welfare State a Welfare Society*, in Riv. dir. fin., 2000, 1, 103; D. Béland, F. Vergniolle de Chantal, *Fighting "Big Government": Frames, Federalism, and Social Policy Reform in the United States*, in *The Canadian Journal of Sociology*, 2004, 29, 2, 241-264.

⁷³ Cfr. G. Barberini, *Appunti e riflessioni sull'applicazione del principio di sussidiarietà nell'ordinamento della Chiesa*, in *Ephemerides Iuris Canonici*, XXXVI, 1-2, 329.

⁷⁴ R. Baritono, «*A New Deal for the World*»: liberalismo e internazionalismo negli Stati Uniti post-1945, in M. Cau (a cura di), *L'Europa di De Gasperi e Adenauer. La sfida della ricostruzione (1945-1951)*, Bologna, 2011, 231 ss.

⁷⁵ Non senza una forte tutela del principio di libertà nella scelta: in tal senso, si veda la decisione – favorevole per i convenuti – della Corte Suprema di New York del 4 luglio 2024 tra la Teachers' Retirement System, il New York City Employees' Retirement System e il Board of Education Retirement System in cui il voto nel 2021 per fermare gli investimenti in publicly traded securities di riserve fossili venne contestato come violazione di fiduciary duty e, in particolare, essi «*breached their fiduciary duties and abused their control over plan assets by divesting the Plans of approximately four billion dollars of holdings in companies involved in the extraction of fossil fuels, in a misguided and ineffectual gesture to address climate changes*». Si veda altresì V. <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/07/04/what-the-supreme-courts-loper-bright-decision-means-for-ESG-and-other-key-trends>.

⁷⁶ N. Cucari, *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance – Un'analisi empirica mediante la Qualitative Comparative Analysis*, Milano, 2018, 12 e 75.

bensi degli stessi *shareholder* e sul loro interesse⁷⁷.

Vi è, infine, un ulteriore elemento che sorge dalla normativa in analisi. Progressivamente i fattori *ESG* sembrano trovare una maggior specificazione e categorizzazione nella legislazione, che talvolta seleziona taluni fattori di sostenibilità (il fattore climatico su tutti), offrendone una disciplina di dettaglio.

Ciò rende ancor più urgente, nel percorso di sviluppo dei fattori *ESG*, la definizione dell'obiettivo finale, dello scopo ultimo dell'ordinamento (anzi, degli ordinamenti).

Se è vero, infatti, che l'idea di socializzazione dei mezzi di produzione, quale strumento per un'ideale redistribuzione della ricchezza, ha mostrato la sua incapacità di sopire o esaurire il conflitto sociale⁷⁸, come pure l'aumento dell'industrializzazione, la finalità degli *ESG* non potrebbe che rinvenirsi altrove. Eppure ad oggi pare indubbio che, al contrario, la finalità degli *ESG* non possa che essere economica – ricadendo nella *Genossenschaft* e nell'elaborazione ad opera di Savigny e Gierke⁷⁹. Il fenomeno del *greenwashing*, si ribadisce, in uno con la valorizzazione sui mercati regolamentati delle società quotate sostenibili, depone chiaramente in tal senso.

Così, se la funzionalizzazione della società a una rinnovata idea di capitalismo non può dirsi nuovo, è dagli albori del nuovo millennio che parte della dottrina ha rimarcato l'importanza che la programmazione economica sia inserita all'interno di confini «biofisici» e ch'essa si muova in sinergia con i ritmi della natura e nel rispetto dei cicli biogeochimici globali⁸⁰. Così, se il ruolo della natura è tradizionalmente stato quello di produrre valore economico, la sostenibilità non può rappresentare un limite esterno (e, dunque, un ostacolo) al sistema economico-finanziario capitalista, che ne argina gli obiettivi, bensì un fattore intrinseco alla produzione, che genera alternative finalistiche altrettanto soddisfacenti per la società, gli azionisti e gli *stakeholder*.

L'epoca della sostenibilità, dunque, rappresenta un'occasione per mutare lo stesso *corporate purpose*, inglobando e funzionalizzando lo stesso interesse individuale-egoistico degli *shareholder* nella società e, avvicinando i due interessi (sociale e particolare), è in grado potenzialmente di superare la *passive ownership*⁸¹.

Abstract. La sostenibilità rappresenta, per i legislatori nazionali e sovranazionali, una connotazione dell'impresa nella contemporaneità e nel futuro, a dispetto del carattere sfuggente dei suoi contenuti e degli obiettivi che si intende raggiungere. Il contributo analizza, a tal fine, le criticità del sistema degli *ESG* e i due principali approcci ordinamentali, europeo e statunitense, in materia, rimarcando le differenze e delineando i *trend* in materia.

Abstract. Sustainability is seen as a key feature of businesses now and in the future, despite the elusive nature of its contents and the objectives intended to be achieved. The essay looks

⁷⁷ M.R. Ferrarese, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti*, Torino, 1992, 192.

⁷⁸ N. Georgescu-Roegen, cit., 120.

⁷⁹ W. Hardtwig, *Genossenschaft, Sekte, Verein in Deutschland: Vom Spätmittelalter bis zur Französischen Revolution*, Monaco, 1977, *passim*.

⁸⁰ N. Georgescu-Roegen, *Bioeconomia*, Torino, 2003, 43; ivi, si veda la «spirale autoaccrescitiva dei consumi e del lavoro» in cui l'elemento fondante è l'angoscia (v. Drewermann 1982-84) e la strada maestra «con cui gli individui compensano l'angoscia e la solitudine che caratterizza le moderne società industriali è il lavoro inteso in termini *strumentali*, cioè come mezzo di affermazione sociale».

⁸¹ L. Yang, X. Huang, X. Song, *The Role of Passive Investors in Corporate Governance and Socially Responsible Investing: Evidence from Shareholder Proposals*, in *Sustainability*, 2024, 16, 1, 416. E ciò, ovviamente, al netto della stessa comprensione della *shareholder passivity*: I.R. Appel, T.A. Gormley, D.B. Keim, *Passive Investors, Not Passive Owners*, in *J. Financ. Econ.*, 2016, 121, 111-141; I.R. Appel, T.A. Gormley, D.B. Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2019, 32, 2720 ss.

at the challenges within the ESG system and compares the main European and American regulatory approaches, pointing out the differences and identifying emerging trends.

Parole chiave. Sostenibilità – ESG – report – comply-or-explain – CSRD.

Key words. Sustainability – ESG – *report – comply-or-explain* – CSRD.