

XIV CONVEGNO ANNUALE  
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO  
COMMERCIALE"**

Roma, 26-27 maggio 2023

EMANUELE STABILE

DOTTORANDO IN DIRITTO COMMERCIALE PRESSO L'UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "LA SAPIENZA"

**Gli standard di rendicontazione tra Dichiarazione Non Finanziaria e  
"informazioni sulla sostenibilità"**

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. La Corporate Social Responsibility. Brevi cenni. - 3. Gli standard di rendicontazione. Cenni all'attuale quadro normativo - 3.1. I principi GRI. - 3.2. Il Global Compact. - 3.3. Gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS). - 4. La prospettiva dell'investitore. - 5. La rendicontazione ESG in ambito bancario. - 6. ESG rating: l'importanza degli standard redazionali. - 7. Conclusioni. Qualche spunto di riflessione.

*1. Introduzione.*

La sostenibilità delle attività imprenditoriali è oggetto di crescente attenzione da parte della società civile, del mercato finanziario e delle imprese.

La collettività si interessa alla sostenibilità poiché essa può determinare migliori (o peggiori) condizioni ambientali, di vita e lavoro.

A loro volta, gli intermediari finanziari indirizzano i capitali raccolti verso le imprese e gli investimenti "sostenibili".

Le imprese sono interessate ai temi ESG perché in tal modo reperiscono più facilmente risorse finanziarie rispetto alle altre società e migliorano la propria immagine tra il pubblico. Tali vantaggi favoriscono l'integrazione dei temi ambientali, sociali e di governance nella loro attività, la c.d. Corporate Social Responsibility (CSR), su cui vedi infra.

In virtù di quanto detto, emerge che la comunicazione al mercato da parte delle imprese di informazioni sulla sostenibilità è sempre più importante; di essa beneficiano, soprattutto, gli investitori non professionali che, ovviamente, fondano le proprie decisioni di investimento (anche) su tali informazioni.

Considerato che alcune società avevano optato per una rendicontazione volontaria<sup>1</sup>, al fine di regolare (e migliorare) tale flusso informativo, l'Unione Europea ha emanato la dir. 2014/95/UE (di seguito anche la "NFRD", acronimo inglese che sta per Non-Financial Reporting Directive), di modifica della dir. 2013/34/UE, con cui ha introdotto la c.d. Dichiarazione di carattere Non Finanziario ("DNF" o "NFD" nell'acronimo inglese che sta per Non-Financial Declaration)<sup>2</sup>. Il provvedimento in parola è stato recepito in Italia col D. Lgs. 254/2016.

La dir. 2014/95/UE è stata modificata dalla dir. 2022/2464/UE (Corporate Sustainability Reporting Directive, c.d. CSRD) la quale, come si dirà infra, introduce diverse novità rilevanti. Tra di esse si segnala l'introduzione di univoci criteri di rendicontazione delle informazioni sulla sostenibilità<sup>3</sup>.

Nel presente articolo, innanzitutto, ci si interrogherà sull'importanza per le imprese, e in particolare gli emittenti - che sono le società dimensionalmente ed economicamente più rilevanti tra coloro i quali sono tenuti alla rendicontazione ESG - di avere un solo standard di

---

<sup>1</sup> Sul concetto di sostenibilità si veda M. STELLA RICHTER JR, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, 2021, p. 2 ss., reperibile online: [https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/stella\\_richter\\_m\\_il\\_successo\\_sostenibile\\_del\\_codice\\_di\\_corporate\\_governance\\_prove\\_tecniche\\_di\\_attuazione\\_2021.pdf](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/stella_richter_m_il_successo_sostenibile_del_codice_di_corporate_governance_prove_tecniche_di_attuazione_2021.pdf).

Sul fenomeno della voluntary disclosure cfr. C. CANGIALOSI, *La ESG policy*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, EGEA, Milano, 2019, p. 10 ss.; R. DEL GIUDICE, *La policy ESG nelle fasi di monitoraggio e reporting*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, EGEA, Milano, 2019, p. 1 ss.; G. TESTA, *I temi ESG: governance*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, EGEA, Milano, 2019, p. 33 ss.; F. EKARDT, *Sustainability, Transformation, Governance, Ethics, Law*, Springer, Berlino, p. 113 ss.; R. G. ECCLES, S. KLIMENKO, *The Investor Revolution*, in *Harvard Business Review*, May-June 2019, p. 106 ss.; Ex multis J. ELKINGTON, *Towards the Sustainable Corporation Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development*, in *California Management Review*, 1994, I, p. 90.

<sup>2</sup> E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/16 di attuazione e della dir. 2014/95/UE*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2017, I, p. 19 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione non finanziaria e obblighi degli amministratori*, in *Riv. delle società*, 2018, IV, p. 974 s.

<sup>3</sup> E. GIOVANNINI, *L'utopia sostenibile*, Laterza, Bari, 2018, p. 27 ss.

rendicontazione. Soprattutto, ci si chiederà se sia necessario - e utile - un modello (sia pur adattabile alle esigenze delle imprese) per riportare le informazioni sulla sostenibilità. Per fare ciò, dopo alcuni brevi cenni sulla nozione di CSR e sulla sua evoluzione storica, si analizzeranno i principali criteri di rendicontazione.

In secondo luogo, la presente analisi intende valutare l'utilità per gli investitori non professionali di criteri univoci e di un modello per la rendicontazione di sostenibilità.

In terzo luogo, ci si interrogherà - brevemente - sull'influenza degli standard redazionali e di un modello di report sulla sostenibilità nell'elaborazione dell'ESG rating.

Infine, si analizzeranno criticamente le evidenze ottenute tentando di elaborare alcuni spunti di riflessione alla luce delle recenti iniziative del Legislatore europeo.

## 2. *La Corporate Social Responsibility. Un fenomeno in evoluzione. Brevi cenni.*

Secondo autorevole dottrina, la Corporate Social Responsibility può essere definita come *"l'integrazione su base volontaria dei problemi sociali ed ambientali delle imprese nelle loro attività commerciali e nelle loro relazioni con altre parti"*. Sostanzialmente, la CSR è la *"risposta legittimante che l'impresa dà (o non dà) alla società civile, ove quest'ultima è costituita da tutte le persone che interagiscono con l'attività dell'impresa, sia all'interno che all'esterno di essa"*<sup>4</sup>.

La CSR è un fenomeno in evoluzione dal punto di vista sociale e legislativo.

Quando il paradigma dello shareholder value era imperante, la CSR era intesa semplicemente come un'etica d'impresa.

Da un lato, il management delle imprese aveva (e spesso ha) un orizzonte temporale a breve termine che mal si concilia con le politiche ESG i cui risultati sono percepibili su un orizzonte a medio lungo termine. Per di più, in situazioni di difficoltà economica, le imprese tendevano (e in

---

<sup>4</sup> M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in Riv. delle Società, 2009, I, p. 12 e la nota 32 che rimanda a G. RUSCONI, *Etica, responsabilità sociale d'impresa e coinvolgimento degli stakeholder*, in *ImpresaProgetto*, 2007, I, consultabile online: [www.impresaprogetto.it](http://www.impresaprogetto.it). Si vedano pure A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale d'impresa*, in Nuova Giur. Civ. Comment., 2007, II, p. 119 ss., che rileva come la definizione di CSR di matrice europea sia alquanto generica, e L. SACCONI, *Introduzione. CSR: contesto, definizione e mappa per orientarsi*, Roma, p. 1 ss.

parte è ancora così) a concentrarsi unicamente sugli aspetti finanziari trascurando quelli di CSR. Il management aveva il potere (e non un obbligo) di considerare gli interessi degli altri stakeholders nella gestione aziendale, sempre che le imprese decidessero di prestare attenzione a tali interessi.

A partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, tuttavia, soprattutto negli USA<sup>5</sup>, la prospettiva è mutata e si è iniziato ad attribuire sempre più importanza, in una prospettiva di medio-lungo termine, ai temi ESG e agli interessi dei vari stakeholders. La conseguenza è stata l'emersione del paradigma dello stakeholder value. Le imprese non perseguono più solo l'interesse degli azionisti al profitto, bensì quello di tutti gli stakeholders<sup>6</sup>.

L'affermazione delle tematiche ESG nelle scelte imprenditoriali è stata un percorso lungo, e tutt'altro che agevole, che è stato indotto da una maggiore consapevolezza da parte della collettività e dalla conseguente attenzione prestata dal management a tali fenomeni. Un cambiamento culturale sintetizzato nel "BRT statement" dell'agosto 2019 della Business Roundtable e nel "Davos Manifesto 2020" del World Economic Forum, che rappresentano un vero e proprio punto di rottura rispetto al passato. Analogamente, si segnalano pure lo European Green Deal, l'Agenda 2030 della Nazioni Unite e alcuni importanti interventi dottrinali<sup>7</sup> e normativi.

---

<sup>5</sup> Negli USA solo le imprese assicurative che rispettino determinati requisiti devono pubblicare le informazioni sulla sostenibilità, al pari di quanto avviene per quelle di matrice finanziaria ai sensi del Securities Exchange Act del 1934. Le altre imprese non sono obbligate. Di conseguenza, quelle poco attente al profilo della CSR spesso si astenevano dal pubblicarle; in ossequio al noto principio "less is more", ciò era dettato anche dal tentativo di evitare che dalla diffusione di informazioni potesse originare un rischio di responsabilità civile.

<sup>6</sup> Non a caso, si è ipotizzato di sostituire l'espressione "Corporate Social Responsibility" con "Corporate Stakeholder Responsibility", cfr. M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in RDS, 2008, I, p. 253 ss.; R. COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in *La responsabilità dell'impresa - Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale. Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2006, p. 83 ss.; F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, in *Italian L.J.*, 2017, III, p. 511 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla Responsabilità sociale d'impresa della business roundtable*, in ODC, 2019, III, P. 631 ss.

<sup>7</sup> H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, gennaio 2000, disponibile online: <https://ssrn.com/abstract=204528> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.204528>; L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett-Koehler, Oakland, 2012; L. A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in 106 *Cornell Law Review*, 91 [2020]; M. LIBERTINI,

A tale ultimo riguardo, sebbene non siano mancate iniziative nazionali, tra cui la Section 172 del Companies Act inglese del 2006<sup>8</sup> e la Loi “P.a.c.t.e.” francese del 2019, è stata la normativa europea a imprimere una svolta in favore dei temi ESG. Numerosi sono i provvedimenti adottati e in discussione, che hanno contribuito ad una progressiva affermazione della CSR in ambito aziendale.

Tra i tanti si ricordano, senza pretesa di completezza, il reg. 2019/2088/UE (Sustainable Financial Disclosure Regulation, c.d. SFDR), la dir. 2014/95/UE, la dir. 2022/2464/UE, il reg. 2020/852/UE, c.d. Regolamento Tassonomia, e il reg. 2022/1288/UE che integra il SFDR specificando gli obblighi di trasparenza delle imprese, le modalità di presentazione degli indicatori di sostenibilità e di promozione degli investimenti sostenibili.

Nondimeno, si segnala che il Parlamento europeo sta discutendo una proposta di direttiva sulla “Corporate Sustainability Due Diligence” la quale, sostanzialmente, mira a incentivare un comportamento sostenibile e responsabile delle imprese nella catena del valore<sup>9</sup>. Per quanto qui interessa, essa, nella versione attualmente in discussione:

- obbliga le imprese ad adottare adeguati assetti - tramite un documento programmatico pubblico - per prevenire, individuare, gestire le violazioni della dovuta due diligence in materia ESG;
- impone agli amministratori doveri di vigilanza e monitoraggio in materia ESG;
- obbliga le imprese a consultazioni con i propri stakeholders;
- impone agli Stati membri di istituire delle Autorità competenti a vigilare sull’applicazione dell’emananda direttiva.

La normativa europea, peraltro, a causa della sua dimensione sovranazionale<sup>10</sup>, può consentire di superare le divergenze tra gli

---

*Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”, in Riv. delle Società, 2021, II-III, p. 331 ss.*

<sup>8</sup> Per quanto qui rileva, la norma recita: “*a director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole ...*”.

<sup>9</sup> L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in Riv. delle Società, 2022, II-III, P. 310 ss.

<sup>10</sup> P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in Riv. delle Società, 2021, II-III, P. 344 ss.

ordinamenti nazionali, sebbene alcune direttive siano state attuate con notevoli disparità tra i vari Paesi membri<sup>11</sup>.

In conclusione, la nozione di CSR e la connessa normativa europea appaiono come un percorso in divenire.

### 3. *Gli standard di rendicontazione. L'attuale quadro normativo.*

Innanzitutto, va detto che la dir. 2014/95/UE, recentemente modificata dalla dir. 2022/2464/UE, prevedeva che gli “enti di interesse pubblico”, ossia le imprese che superino determinate soglie dimensionali, debbano presentare una Dichiarazione Non Finanziaria contenente “almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva”<sup>12</sup>. La Dichiarazione Non Finanziaria può anche limitarsi a rinviare ad altri documenti che contengano le suddette informazioni.

La rendicontazione è ispirata a due criteri: la necessità e la rilevanza (o materialità).

In virtù del primo, le imprese devono fornire tutte, e sole, le informazioni necessarie per una corretta rendicontazione in ambito ESG.

In virtù del secondo, le informazioni sono rilevanti se “riflettono gli impatti significativi economici, ambientali e sociali dell'organizzazione o che potrebbero influenzare in modo sostanziale le valutazioni e le decisioni degli stakeholder”<sup>13</sup>.

Le imprese che non si conformino all'obbligo di rendicontazione devono motivare la propria scelta secondo il noto principio *comply or explain*<sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> Tra le varie iniziative vale la pena menzionare l’*“Inception Impact Assessment for Sustainable Corporate Governance Initiative”* della Commissione europea del 30 luglio 2020 che, se attuato, potrebbe portare “ad una vera rivoluzione del diritto societario”, cfr. M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, cit., p. 331 ss.

<sup>12</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, in *Persona e Mercato*, 2020, IV, 334 ss.; M. BONACCHI, L. MENICACCI, *PMI e reporting: il divenire prevedibile*, in *Controllo di Gestione*, 2018, V, p. 12 ss.

<sup>13</sup> Principio GRI 101, p. 10.

<sup>14</sup> Il Legislatore europeo, dunque, ha cristallizzato normativamente un obbligo di rendicontazione in materia di sostenibilità aziendale che in alcuni paesi europei (Francia, Spagna, Portogallo e Danimarca), esisteva da tempo. Cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Rivista delle Società*, V, 1, p. 992 ss.; S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. Comm.*, III, p. 415 ss.; A. VENTURELLI, F. CAPUTO, R. LEOPIZZI, S. PIZZI, *The state of art of corporate social disclosure before the introduction of non-financial reporting directive: a cross country analysis*,

Per quanto qui interessa, va detto che la Commissione Europea ha emanato le Comunicazioni n. 4234 del 26 giugno 2017 e n. 209 del 20 giugno 2019 per fornire delle precisazioni sulla redazione della DNF.

La prima ha elencato i seguenti principi fondamentali per una corretta rendicontazione: rilevanza; correttezza, equilibrio e comprensibilità; completezza; comparabilità; strategicità e lungimiranza; orientamento alle parti; coerenza e sistematicità.

La seconda ha sostanzialmente chiarito i menzionati principi e ammesso tra gli standard di rendicontazione adottabili i criteri della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (c.d. TCFD) elaborate dal Financial Stability Board (c.d. FSB).

Insomma, né la direttiva, né tantomeno le predette Comunicazioni definivano un solo criterio e un modello di rendicontazione rinviando, invece, a diversi standard (statali, unionali o internazionali)<sup>15</sup>.

A livello nazionale, l'art. 1 D. Lgs 254/2016, di recepimento della NFRD, rinvia al D. Lgs 39/2010 per una definizione degli enti di interesse pubblico destinatari della direttiva europea. E l'art. 16, comma 1, D. Lgs 39/2010 individua tali soggetti negli emittenti, nelle banche e nelle assicurazioni e imprese di riassicurazione.

L'art. 3, comma 2 del D. Lgs 254/2016, inoltre, elenca una serie di informazioni, sostanzialmente coincidenti a quelle indicate dalla NFRD, che gli enti di interesse pubblico devono riportare nella DNF. Mentre il comma 4 del medesimo articolo consente a tali società di adoperare standard di rendicontazione elaborati da loro stesse. La DNF può consistere in un documento a sé stante, oppure essere inserita nella

---

in *Social Responsibility Journal*, 2019, 15 (4), 409 ss.; R. LEOPIZZI, A. IAZZI, A. VENTURELLI, S. PRINCIPALE, *Non financial risk disclosure: the "state of the art" of Italian companies*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2019, 27 (1), p. 358 ss.; F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove Leggi civili commentate*, 2019, II, p. 458 ss.; E. BELLISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n.254/16 di attuazione e della dir. 2014/95/UE*, cit., p. 19 ss.; S. BRUNO, *Dichiarazione non finanziaria e obblighi degli amministratori*, cit., p. 974 s.

<sup>15</sup> Il Considerando 9 della direttiva 2014/95/UE individua i seguenti standard di rendicontazione come idonei: il sistema di ecogestione e audit EMAS, a livello unionale; il Global Compact e i Guiding Principles on Business and Human Rights dell'ONU, gli orientamenti dell'OCSE per le imprese multinazionali, la norma ISO 26000 e i principi GRI, a livello internazionale. Si tratta, ad ogni modo, di un elenco esemplificativo.

relazione sulla gestione<sup>16</sup>. Anche il Legislatore nazionale non ha imposto un unico standard e un modello per la redazione della DNF<sup>17</sup>.

Dal canto suo, la dir. 2022/2264/UE introduce un profondo cambiamento rispetto al passato.

Innanzitutto, bisogna dire che dalla lettura del testo si ha l'impressione che la normativa europea si stia dirigendo verso l'uniformazione (*rectius*, unificazione) della rendicontazione finanziaria e di sostenibilità. Non a caso il considerando 8 recita: *“l'espressione «di carattere non finanziario» sia imprecisa, in particolare perché implica che le informazioni in questione non siano affatto pertinenti sul piano finanziario. Sempre più spesso, tuttavia, tali informazioni sono in realtà pertinenti sul piano finanziario ... È dunque preferibile utilizzare l'espressione «informazioni sulla sostenibilità» anziché «informazioni di carattere non finanziario»*”. La modifica non è solo terminologica, bensì concettuale implicando che la rendicontazione di sostenibilità sia sempre più connessa a (e incidente su) quella finanziaria e che essa sia destinata a tutti gli stakeholders dell'impresa; soprattutto, agli investitori (considerando 9) i quali dimostrano una crescente attenzione alle tematiche ESG.

Tuttavia, molte imprese ancora non sono tenute alla rendicontazione di sostenibilità e *“la limitata comparabilità e attendibilità delle informazioni sulla sostenibilità costituisce un problema di rilievo ... Di conseguenza, vi è la chiara necessità di un quadro di riferimento per la rendicontazione solido e accessibile, accompagnato da pratiche di audit efficaci per garantire l'affidabilità dei dati ed evitare il greenwashing e la doppia contabilizzazione”* (considerando 13).

Per di più, le informazioni rendicontate non dovrebbero essere solamente quelle necessarie a conoscere la politica ESG aziendale, come imposto sinora dalla NFRD, ma *“anche informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto delle attività dell'impresa sugli aspetti ambientali,*

---

<sup>16</sup> C. DEL PRETE, D. RICCI, *Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità*. D. Lgs. n. 254/2016: introduzione alla disciplina e problematiche applicative, in Riv. dei dottori commercialisti, 2017, IV, p. 509 ss.

<sup>17</sup> ASSONIME, *Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie*, Circolare n. 13 del 12 giugno 2017, p. 1 ss.; M. MOLINARI, J. CARUNGU, *Rendicontazione non finanziaria: dalla forma alla sostanza*, in Contr. di gestione, 2019, VI, p. 5 ss.; S. AURELI, M. DEL BALDO, R. LOMBARDI, F. NAPPO, *Non financial reporting regulation and challenges in sustainability disclosure and corporate governance practices*, in Business Strategy and the Environment, 2020, 29 (6), p. 2392 ss.

*sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva” (considerando 29).*

La CSRD ribadisce che le informazioni fornite devono essere comparabili; da ciò discende la necessità di una rendicontazione armonizzata in tutta Europa, che attualmente non esiste.

La direttiva in commento entrerà in vigore, gradualmente, a partire dal 1 gennaio 2024 e si rivolge ad una platea di destinatari più vasta rispetto al passato. Si tratta delle grandi, ma anche piccole e medie imprese, ad eccezione delle microimprese<sup>18</sup>. Gli obblighi di rendicontazione gravano altresì sulle società straniere che siano quotate sui mercati regolamentati dell'UE e sulle succursali europee di società extra UE. Come si dirà, gli standard di rendicontazione sono diversi a seconda del soggetto obbligato.

Ai sensi dell'art. 19 bis, par 2 NFRD, come modificato dalla CSRD, i dati che le imprese dovranno fornire saranno qualitativi e quantitativi, attuali e prospettici, nonché con un orizzonte temporale a breve, medio e lungo termine. Coerentemente con il considerando 29, le imprese dovranno comunicare i dati funzionali a comprendere sia gli impatti dell'azienda sui fattori ESG, sia come quest'ultimi influenzino l'impresa stessa (c.d. principio della doppia materialità).

Diversamente rispetto al passato, l'informativa sulla sostenibilità dovrà essere inserita in un'apposita sezione della relazione sulla gestione; un evidente prova della compenetrazione della rendicontazione di sostenibilità e finanziaria.

Sono invariati rispetto al passato i principi ispiratori della rendicontazione ESG, mentre è stata superata la limited assurance, prevista dalla NFRD, per l'informativa sulla sostenibilità secondo cui il professionista incaricato della revisione dei conti si limitava a verificare esclusivamente che fosse stata presentata la DNF senza entrare nel merito. La CSRD prevede che la Commissione possa introdurre, tramite regolamenti delegati, un obbligo di reasonable assurance del report di sostenibilità in base al quale dei soggetti indipendenti dotati di specifici requisiti, sostanzialmente i revisori dei conti, ne verifichino anche il contenuto emettendo un'apposita relazione.

---

<sup>18</sup> In tal modo si potrebbe colmare la differenza nella rendicontazione ESG tra grandi imprese e PMI, che non erano tenute al rispetto della normativa europea e, quindi, su base volontaria, rendicontavano autonomamente le informazioni sulla sostenibilità.

Ai fini della presente analisi, tuttavia, la maggiore novità della CSRD è la previsione all'art. 19, par. 4 di un solo standard (ancora in fase di elaborazione) per la rendicontazione delle informazioni sulla sostenibilità<sup>19</sup>.

A questo punto, s'impone un'analisi dei principali criteri di rendicontazione in ambito ESG<sup>20</sup>.

### 3.1 I Principi GRI

I Global Reporting Initiative standards (c.d. GRI) sono stati elaborati dalla GRI Foundation - un'organizzazione non governativa sovranazionale - con l'obiettivo di creare *“un linguaggio comune ... attraverso il quale comunicare e comprendere gli impatti economici, ambientali e sociali delle organizzazioni”*. L'ultima versione dei GRI è del 2016 e tali criteri si articolano in universali (GRI 101, 102 e 103) e specifici (GRI 200, 300 e 400) a seconda che dettino principi generali per la rendicontazione o specifici per i temi ambientali, sociali e di governance.

Ai fini della presente analisi, si analizzerà il GRI 101 che si divide in tre Sezioni le quali presentano una serie di principi ognuno dei quali articolato in Requisiti (ossia indicazioni *“obbligatorie”*), Raccomandazioni (che *“suggeriscono”* una modalità di rendicontazione) e Linee Guida (che semplicemente spiegano alcuni concetti).

Il principio 1.4 del GRI 101 stabilisce che la DNF debba essere completa, ossia rappresentare compiutamente gli impatti economici, di governance e socio-ambientali delle azioni compiute dall'impresa. Le informazioni, inoltre, devono essere accurate (principio 1.5) e chiare (principio 1.7), ossia *“il report dovrà presentare i dati in modo comprensibile, accessibile e fruibile da tutti gli stakeholder dell'organizzazione”*.

Nondimeno, le informazioni devono essere comparabili poiché *“l'uniformità consente ai soggetti interni ed esterni di misurare le performance e valutare i progressi fatti nell'ambito di attività di rating”* (principio 1.8). La

---

<sup>19</sup> Cfr. artt. 29 a) e b) CSRD.

<sup>20</sup> La presente analisi non tiene conto dei principi del Gruppo di Studio sul Bilancio Sostenibile perché da un lato, si tratta di standard prettamente nazionali, dall'altro essi propongono un modello di NFD che non tiene in debita considerazione gli aspetti di corporate governance.

comparabilità è intesa sia rispetto ai dati della medesima società degli anni precedenti, sia rispetto alle informazioni fornite dai competitors<sup>21</sup>.

La DNF, poi, deve essere affidabile, ossia “i soggetti diversi da coloro che hanno redatto il report dovranno essere in grado di verificare ... la documentazione a supporto delle informazioni contenute nel report” (principio 1.9).

Per concludere, alla luce di quanto detto, emerge che i Principi GRI sono un corpus organico e flessibile e, proprio per questo, largamente impiegati. Essi non forniscono alcun modello di DNF.

### 3.2 Il Global Compact.

Il Global Compact è un insieme di principi elaborati dall'ONU che promuovono lo sviluppo sostenibile e riguardano diritti umani, condizioni di lavoro, tutela dell'ambiente e lotta alla corruzione.

Le imprese sono libere di aderire ai suddetti principi, ma laddove lo facciano devono rendicontare le strategie e politiche ESG adottate. A tal fine, esse devono depositare annualmente presso l'ONU una Communication on Progress (c.d. COP) con cui rappresentano le attività intraprese e i risultati raggiunti. Successivamente, tale comunicazione è resa accessibile al pubblico.

Se un'impresa aderente al Global Compact presenta una COP incompleta, essa può integrarla nell'arco dei successivi dodici mesi. Qualora invece le società aderenti non trasmettano alcuna COP, tale mancanza è pubblicata sul sito web dell'ONU e, in caso di inadempimento protratto per oltre un anno, esse sono escluse dall'iniziativa del Global Compact.

Ai fini della presente analisi, va detto che l'ONU ha reso disponibile un modello di COP<sup>22</sup> che lascia ampi margini di discrezionalità alle imprese in fase di compilazione<sup>23</sup>. La COP, però, è un report strutturato

---

<sup>21</sup> M. E. BARTH, K. SCHIPPER, *Financial Reporting Transparency*, in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2008, 23 (2), 173 ss.; M. MOLINARI, J. CARUNGU, *Rendicontazione non finanziaria: dalla forma alla sostanza*, cit., p. 5 ss.

<sup>22</sup> M. E. BARTH - K. SCHIPPER, *Financial Reporting Transparency*, cit., P. 173 ss.

<sup>23</sup> Il 25 settembre 2015 l'ONU ha pubblicato l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile in cui ha tracciato alcuni obiettivi per la popolazione mondiale da raggiungere entro la suddetta: i c.d. Sustainable Development Goals (SDGs). Sebbene quest'ultimi non costituiscano un vero e proprio framework per la redazione della DNF, merita darne conto, sia pur brevemente, unitamente alla relativa guida alla rendicontazione.

diversamente dalla DNF e occorre chiedersi se sia pienamente idonea a veicolare le informazioni elencate dalla NFRD.

### 3.3 *Gli European Sustainability Reporting Standards.*

La CSRD impone la rendicontazione di sostenibilità secondo gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS). Non saranno utilizzabili standard diversi. Gli ESRS dovranno essere adottati dalla Commissione come atti delegati entro il 30 giugno 2023 e saranno soggetti ad una revisione triennale. La rendicontazione di sostenibilità in base agli ESRS sarà obbligatoria per tutte le imprese destinatarie della CSRD, eccetto le PMI. Per quest'ultime, la normativa stabilisce che saranno emanati criteri specifici entro il 30 giugno 2024.

L'elaborazione degli ESRS è stata affidata dalla Commissione all'EFRAG che ha redatto un primo draft di cui si è conclusa la consultazione pubblica e su cui, in mancanza della versione finale, si basa la presente analisi.

Innanzitutto, occorre rilevare che tali criteri presentano notevoli similitudini con altri standard esistenti, tra cui il TCFD; ciò, da un lato, agevola la transizione delle imprese dall'utilizzo di altri criteri agli ESRS<sup>24</sup>; dall'altro, rimarca la vicinanza tra reportistica di sostenibilità e finanziaria.

---

I SDGs sono 17 obiettivi di sviluppo sostenibile, che sostanzialmente riguardano tutte e tre aree ESG, destinati alle imprese di tutti i paesi del mondo, non solo quelli in via di sviluppo, poiché esse svolgono un ruolo fondamentale nell'implementazione di tali obiettivi: *"the private sector plays a critical role in providing solutions that can contribute to solving these challenges"*, cfr. ONU, *Integrating the SDGs into corporate reporting. A practical guide*, 2018, p. 4.

L'integrazione dei SDGs nelle politiche ed attività aziendali deve essere comunicata agli stakeholders. Per facilitare tale disclosure, l'ONU ha pubblicato una guida alla integrazione dei SDG negli strumenti di reporting aziendali.

Ora, tale guida afferma chiaramente che essa non costituisce uno standard di rendicontazione ESG tanto che rinvia ad altri framework, come il GRI: *"reporting on SDGs should be based on established international reporting frameworks whenever practical"*, cfr. ONU, *Integrating the SDGs into corporate reporting. A practical guide*, 2018, p. 23.

Ad ogni modo, la guida riafferma alcuni utili e importanti principi. Si stabilisce, ad esempio, che un report debba essere conciso, concreto, attuale e comparabile.

Tuttavia, manca uno schema di report sulla sostenibilità e va altresì rilevata una certa flessibilità dei principi espressi. Nondimeno, si individuano dei meri esempi di indicatori di performance e anche i criteri di raccolta e rappresentazione dei dati sono alquanto generici.

<sup>24</sup> Gli ESRS si allineano pure al report elaborato dall'EFRAG contenente proposte per l'elaborazione di criteri di rendicontazione europei. Cfr. EFRAG, *Proposals for a relevant*

In secondo luogo, gli standard dettano criteri:

1. generali sulla rendicontazione ESG (ESRS 1 e 2);
2. specifici in materia ambientale (ESRS E1- E5);
3. specifici in materia sociale (ESRS S1- S4);
4. specifici in materia di corporate governance (ESRS G1 e G2).

Ogni criterio, a sua volta, si articola in principi suddivisi in paragrafi che contengono indicazioni: generali (cross cutting standards), nonché su specifici settori economici (sector-specific standards) e materie (topical standards).

Ai fini della presente analisi, si esaminerà l'ESRS 1 (rubricato "principi generali") che stabilisce i seguenti criteri per la rendicontazione ESG: i) la qualità delle informazioni; ii) l'orizzonte temporale di riferimento (annuale); e iii) il principio di materialità.

Sulla qualità delle informazioni, bisogna precisare quanto segue.

Innanzitutto, il par. 29 del principio in commento prevede che la rendicontazione debba essere "fedele" rispetto alla realtà cui si riferisce specificando, inoltre, che un report sia tale se è completo, neutrale e accurato<sup>25</sup>. Il par. 33, poi, impone la comparabilità dei report sia rispetto a quelli precedenti dell'impresa, sia rispetto a quelli dei competitors. Il par. 35 stabilisce che le informazioni contenute nel report e la loro fonte debbano essere verificabili. Infine, il par. 38 prevede che le informazioni siano riportate in modo comprensibile e chiaro<sup>26</sup>.

Il principio 3 specifica quali siano le informazioni rilevanti per il report sulla sostenibilità, mentre il principio 6 prevede che tale documento possa essere, sostanzialmente, strutturato nei seguenti modi:

- a) come un'unica sezione della relazione sulla gestione (soluzione apparentemente in contrasto con il testo della CSRD);
- b) come quattro sezioni distinte all'interno della suddetta relazione.

L'allegato E alla bozza di ESRS, infine, contiene un modello di report sulla sostenibilità.

---

and dynamic eu sustainability reporting standard setting, gennaio 2021, reperibile online: <https://www.efrag.org/Lab2>

<sup>25</sup> M. MOLINARI, J. CARUNGU, *Rendicontazione non finanziaria: dalla forma alla sostanza*, cit., p. 5 ss.

<sup>26</sup> M. E. BARTH, K. SCHIPPER, *Financial Reporting Transparency*, cit., p. 173 ss.

Ebbene, da quanto detto si desume che gli ESRS sono un corpus di principi dettagliati e completo. Nondimeno, è apprezzabile l'inserimento di un modello "non vincolante" per il report di sostenibilità.

#### 4. La prospettiva dell'investitore.

Il Legislatore tanto nazionale quanto europeo ha inteso tutelare gli investitori con specifici obblighi informativi in capo agli emittenti (e agli intermediari finanziari)<sup>27</sup>. Il rapporto di investimento, infatti, è connotato dall'asimmetria delle parti in quanto l'investitore, che è il soggetto debole del rapporto, è privo delle competenze e informazioni di cui dispone la controparte.

Gli obblighi informativi sono una tutela priva di costi per gli investitori, poco invasiva – almeno in confronto ai metodi di command & control – e coerente con la tradizione economica neoclassica la quale ritiene che l'homo oeconomicus, animato dalla razionalità, laddove disponga delle informazioni necessarie possa prendere le decisioni migliori. Di conseguenza, si comprende perché *"un elemento comune ai diversi approcci normativi sia rinvenibile nella tendenza a ricorrere a strategie basate sull'informativa da trasmettere alle controparti (e, per quanto qui d'interesse, all'investitore), asseritamente funzionali a ridurre l'asimmetria esistente tra consumatore e professionista"*<sup>28</sup>.

La normativa - sia nazionale, sia europea - che prevede obblighi informativi è cospicua.

Per quanto qui interessa, al D. Lgs. 58/1998 e alla normativa secondaria della Consob si aggiungono la dir. 2004/39/CE (c.d. MIFID II), il reg. 648/2012/UE (c.d. MIFIR)<sup>29</sup> e, soprattutto, il SFDR, la NFRD, la

---

<sup>27</sup> S. SARDELLI, *L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano*, VII convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "orizzonti del diritto commerciale", Roma 26-27 febbraio 2016, reperibile online: <https://www.orizzontideldirittocommerciale.it/wp-content/uploads/2021/04/Sardelli.pdf>.

<sup>28</sup> A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, III, 515; nonché P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Giuffrè, Milano, 2020, 1 ss.

<sup>29</sup> Cfr. Corte di Giustizia UE, 5 luglio 2007, causa C-430/05, *Pikoulas/Kefalaiagoras*, ECLI:EU:C:2007:410.

CSRD, il Regolamento Tassonomia<sup>30</sup> e la corrispondente normativa attuativa di matrice europea<sup>31</sup>.

Gli obblighi informativi in materia ESG, tra cui rientra la rendicontazione di sostenibilità, che quindi appare fondamentale nella tutela degli investitori, tuttavia, scontano alcune problematiche. Ad esempio, sussiste il rischio che all'investitore siano fornite troppe informazioni<sup>32</sup>, peraltro non sempre di facile comprensione, così vanificando la funzione protettiva della DNF. Prima dell'emanazione della CSRD, inoltre, l'assenza di un unico standard e modello (seppur in parte adattabile alle esigenze delle imprese) di rendicontazione ingenerava costi transattivi in capo agli investitori nella ricerca delle informazioni rilevanti poiché dovevano destreggiarsi tra DNF redatte in maniera differenziata. E, soprattutto, è sempre più comune il c.d. greenwashing ossia la diffusione – formalmente imposta dall'ordinamento - di informazioni che qualificano come sostenibile ciò che nella realtà non lo è, così ingannando l'investitore<sup>33</sup>. In tal modo, peraltro, l'impresa otterrebbe un ingiusto vantaggio competitivo migliorando la propria immagine, attirando

---

<sup>30</sup> Per quanto qui rileva, va detto che il Regolamento Tassonomia offre una serie di criteri per stabilire quando un'attività economica è considerata ecosostenibile e, nell'ottica di garantire la trasparenza del mercato e tutelare l'investitore, stabilisce quali informazioni debbano essere fornite a tali soggetti in fase precontrattuale ovvero periodicamente dopo la conclusione di un contratto di investimento. L'informazione da fornire, poi, è diversa a seconda della tipologia di investimento in considerazione. Il regolamento, inoltre, integra l'elenco previsto dalla NFRD – come modificata - di informazioni che le imprese devono includere nel report di sostenibilità e stabilisce quando un'attività economica possa ritenersi dare un contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici.

<sup>31</sup> L'informativa sulla sostenibilità è sostanzialmente contenuta nella NFRD, nonché nel combinato disposto del SFDR e del Regolamento Tassonomia.

La normativa tecnica di attuazione europea svolge un ruolo fondamentale nel disciplinare l'informativa di sostenibilità. Se, da un lato, prima della sua emanazione, si era ritenuto che regolamenti e direttive potessero essere comunque applicati, dall'altro, va detto che in assenza di norme tecniche di attuazione vi è il rischio che gli emittenti adempiano ai propri obblighi informativi in modo assai differente tra di loro così finendo per danneggiare gli investitori. In altri termini, vi è *“il rischio che gli intermediari sfruttino i margini di discrezionalità lasciati dalla normativa di Livello 1 per attrarre opportunisticamente gli investitori nei confronti di prodotti fittiziamente sostenibili e manipolarne i processi di scelta”*.

<sup>32</sup> Ex multis G. CAPALDO, *Tutela del cliente e gestione d'impresa nei contratti bancari*, in A. ADIUTORI (a cura di), *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori*. Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore, Roma 15 maggio 2009, Padova, 2012, p. 359 ss e 372 ss; F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, I, p. 287.

<sup>33</sup> F. URBANI, *La prima pronuncia in materia di contrasto al greenwashing: correttezza informativa e lealtà della concorrenza fra imprese*, in *Riv. Società*, 2022, 2-3, 664 ss.

investimenti e addirittura mascherando, per quanto possibile, comportamenti *contra legem*. In aperta violazione degli standard di rendicontazione ESG, tali informazioni non possono qualificarsi complete, corrette, chiare e trasparenti. Per di più, una simile condotta che mira a generare (false) aspettative negli stakeholders dell'impresa, tra cui rientrano gli investitori, lascia perplessi anche dal punto di vista del rispetto dei principi di buona fede, correttezza e diligenza professionale<sup>34</sup>.

Insomma, come rilevato da una parte della dottrina, l'obbligo informativo, in alcuni casi, si è rivelato inefficace. *“Ci si potrebbe trovare, dunque, di fronte ad un quadro nel quale l'investitore – specialmente quello retail –, pur astrattamente legittimato ad ottenere un'informativa esaustiva in merito alle caratteristiche dei prodotti di interesse in termini di sostenibilità, rischi di essere in concreto incapace di discernere le metodologie accolte dalla controparte per operare tale valutazione e, di conseguenza, di scegliere consapevolmente quali prodotti privilegiare”*<sup>35</sup>. Ne consegue che *“ad avviso della Commissione la creazione di un sistema chiaro e trasparente a favore di investitori, istituzioni, ed imprese operanti nel mercato finanziario rappresenta un elemento essenziale per consentire la consapevolezza delle decisioni, nonché per promuovere l'investimento in attività sostenibili”*<sup>36</sup>. L'imposizione di un unico standard di

---

<sup>34</sup> F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, cit., p. 289 ss e 309. *“Le dichiarazioni di responsabilità sociale e ambientale, una volta divulgate e rese accessibili a chiunque tramite la pubblicazione, acquistano un grado di oggettività che si riflette e ripercuote, con diverse intensità, sulle relazioni instaurate dal professionista”*.

Per completezza, occorre rilevare che il greenwashing rileva pure nei rapporti tra imprese (professionisti). L'art. 2598 c.c., infatti, sanziona un comportamento *“non conforme ai principi di correttezza professionale e idoneo a danneggiare l'altrui azienda”*. Nei casi di greenwashing, i concorrenti (specialmente quelli veramente attenti alla sostenibilità) potrebbero essere danneggiati dalla condotta scorretta di un'impresa. Essi, inoltre, potrebbero tentare di uniformarsi a tale atteggiamento, a tutto svantaggio dei consumatori.

Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Europa dir. priv.*, 2008, p. 599 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 669 ss.; N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» – codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 696 ss.; E. BELLISARIO, *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata*, Torino, 2012, 182;

<sup>35</sup> A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, cit., p. 528.

<sup>36</sup> A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, cit., p. 521; nonché EU COMMISSION TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Spotlight on Taxonomy*, 2018 consultabile online: <https://ec.europa.eu>.

rendicontazione e di un modello (sia pur flessibile) di report di sostenibilità, come si dirà meglio infra, appaiono utili a tal fine.

##### 5. La rendicontazione ESG in ambito bancario.

La maggior parte delle banche ha integrato le variabili sociali, ambientali e di governance nel proprio modello di business, così migliorando il governo proattivo dei rischi finanziari e conformandosi alla recente legislazione bancaria<sup>37</sup>. Esse, inoltre, perseguono sempre di più una politica di investimenti sostenibili che contribuisce non solo al miglioramento dell'immagine aziendale, ma anche alla raccolta di capitali sul mercato<sup>38</sup>.

Insomma, le banche prestano particolare attenzione ai temi ESG tanto che alcune rendicontavano le proprie politiche e azioni in materia di sostenibilità col bilancio sociale ben prima che diventasse obbligatoria la DNF.

Nondimeno, si consideri che gli istituti di credito sono tra gli enti di interesse pubblico tenuti alla presentazione della DNF ai sensi della dir. 2014/95/UE e del D. Lgs. 245/2016.

L'art. 449 a) reg. 2019/876/UE (Capital Requirements Regulation II, c.d. CRR II) di modifica del reg. 2013/575/UE, inoltre, stabilisce che, a decorrere dal 28 giugno 2022, "i grandi enti" - ossia, per quanto qui rileva, le banche - con titoli scambiati su mercati regolamentati di Stati membri i quali debbano presentare la DNF "pubblicano informazioni relative ai rischi ambientali, sociali e di governance, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione". La norma in parola sostanzialmente ribadisce l'obbligo per le

---

<sup>37</sup> N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, Quaderni Consob, 1 giugno 2021, p. 12 ss.; M. W. SHERWOOD, J. POLLARD, *Responsible investing*, Routledge, Londra, 2019, p. 1 ss.

<sup>38</sup> Dall'ultimo rapporto sulla rendicontazione non finanziaria della Consob emerge che l'attenzione ai temi ESG è diffusa non solo tra le banche, ma in generale tra gli emittenti. Ben 151 di loro, di cui 2 in forma volontaria, infatti, hanno pubblicato la DNF. Il rapporto, inoltre, indica che "la maggior parte degli Emittenti ... non ha incluso la DNF nella relazione sulla gestione" e che ben 58 società hanno redatto la DNF secondo i GRI. L'attenzione alla sostenibilità emerge anche dall'istituzione in ben 89 società di un comitato endoconsiliare sulla sostenibilità. Cfr. CONSOB, Rapporto 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate, Roma, p. 20 ss.

banche di una dettagliata rendicontazione ESG che consideri anche i rischi fisici e di transizione in materia ambientale, sociale e di governance<sup>39</sup>.

In tema di rendicontazione ESG delle banche, poi, va detto che il reg. 2022/2453/UE elaborato dall'EBA, che modifica il reg. 2021/637/UE di esecuzione del CRR II, fornisce una serie di modelli (non rigidi, ma adattabili alle peculiarità delle imprese) per la rendicontazione di sostenibilità e riepiloga le informazioni quali-quantitative e gli indicatori di performance da rendicontare. Già il reg. 2021/637/UE indicava i criteri di redazione dei suddetti modelli, ispirati al TCFD.

La novella legislativa si è resa necessaria per vari motivi.

Innanzitutto, essa si propone di affrontare la scarsa efficacia e comparabilità tra i report di sostenibilità a cui si vuole porre rimedio fornendo dei criteri redazionali univoci e modelli di rendicontazione il più possibile armonizzati.

In secondo luogo, il regolamento si giustifica anche con l'importanza della rendicontazione ESG per la vigilanza sul mercato e sugli istituti di credito.

La vigilanza, infatti, presuppone informazioni chiare, complete, veritiere e comparabili<sup>40</sup>, ossia trasparenti. Se le banche non fossero tenute ad applicare un solo standard e un unico modello – seppur flessibile – per la rendicontazione, col rischio che le informazioni divulgate siano tutt'altro che comprensibili e confrontabili, allora appare difficile parlare di trasparenza<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> Per quanto qui interessa, occorre dare conto che l'obbligo di cui all'art. 449 a) deve essere letto in combinato disposto con il c.d. Terzo Pilastro di Basilea III che si propone di incentivare la trasparenza del mercato finanziario per: i) ridurre le asimmetrie informative tra le banche e i loro clienti; ii) *“affrontare le incertezze sui potenziali rischi e vulnerabilità cui devono far fronte gli enti”*; e soprattutto, ai nostri fini, iii) *“consentire agli investitori e al mercato di confrontare la performance di sostenibilità degli enti e delle loro attività finanziarie e supporta[re] gli enti nella divulgazione pubblica di informazioni significative e comparabili”*. Cfr. BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 8 aprile 2022, p. 15. La trasparenza in ambito bancario e finanziario, peraltro, è anche uno degli obiettivi del piano d'azione per la finanza sostenibile della Commissione europea del 8 marzo 2018.

<sup>40</sup> M. E. BARTH – K. SCHIPPER, *Financial Reporting Transparency*, cit., p. 173 ss.

<sup>41</sup> L'attenzione alla trasparenza è testimoniata pure dal reg. 2019/2088/UE (Sustainable Financial Disclosure Regulation, c.d. SFDR) che si propone di incrementare proprio la trasparenza degli intermediari e dei prodotti finanziari attraverso obblighi di disclosure in materia di sostenibilità. In tal modo, si tenta di prevenire fenomeni di greenwashing e agevolare la comparabilità tra gli intermediari e tra i prodotti.

L'attenzione del settore bancario alla rendicontazione ESG si evince pure dalle aspettative di vigilanza riguardo alla gestione dei rischi climatici e ambientali emanate dalla BCE e dalla Banca d'Italia.

La "Guida sui rischi climatici e ambientali" della BCE del novembre 2020 stabilisce che *"gli enti dovrebbero accrescere la propria trasparenza rafforzando l'informativa sugli aspetti climatici e ambientali"*<sup>42</sup>. A tal fine, le banche *"dovrebbero pubblicare informazioni significative e metriche fondamentali sui rischi climatici e ambientali che ritengono rilevanti, tenendo debitamente conto degli Orientamenti della Commissione europea"*. La Guida prevede anche quali informazioni e indicatori di performance dovrebbero essere pubblicati dalle banche.

L'8 aprile 2022 la Banca d'Italia ha pubblicato le proprie *"Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali"*<sup>43</sup>. Per quanto qui rileva, il par. 12 delle Aspettative impone di procedere a un'adeguata e puntuale rendicontazione in materia ambientale<sup>44</sup> poiché *"la comunicazione di informazioni sufficientemente dettagliate, complete e comparabili ... consente ... di incrementare la qualità complessiva dell'informativa al mercato e di segnalare a tutti gli stakeholders il proprio posizionamento nel processo di transizione verso un'economia più sostenibile"*<sup>45</sup>.

In conclusione, in virtù di quanto sopra, sembrerebbe che in ambito bancario si sia formata la consapevolezza dell'importanza di una rendicontazione ESG basata su criteri univoci, modelli (non vincolanti, ossia adattabili alle peculiarità dell'impresa) di rendicontazione e informazioni complete e comparabili. Si notava, tuttavia, una differenza tra le banche e gli altri soggetti tenuti alla rendicontazione di sostenibilità,

---

In particolare, gli intermediari devono pubblicare sul proprio sito web: i) *"informazioni sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali relativi agli investimenti"* ai sensi dell'art. 3 SFDR; ii) *"ove prendano in considerazione i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, una dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti"* contenente le informazioni descritte all'art. 4, comma 2 SFDR.

Cfr. pure il Reg. delegato 2022/1288/UE.

<sup>42</sup> BCE, Guida sui rischi climatici e ambientali, novembre 2020, 3.

<sup>43</sup> Per completezza occorre rilevare che la Banca d'Italia è da tempo impegnata a sostenere attivamente le iniziative a favore di una finanza sostenibile.

<sup>44</sup> *"Gli intermediari si dotano delle infrastrutture, dei dati e dei processi necessari per comunicare le modalità con cui integrano i driver di rischio ambientale nella strategia aziendale, nell'organizzazione interna e nei meccanismi di gestione del rischio, comprese le metriche utilizzate per valutare i rischi climatici e gli obiettivi di sostenibilità"*. Cfr. BANCA D'ITALIA, Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, cit., p. 14.

<sup>45</sup> BANCA D'ITALIA, Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali, cit., p. 14.

in particolare gli emittenti<sup>46</sup>. Sebbene questi ultimi siano sostanzialmente assimilabili alle banche ai fini della rendicontazione ESG - giacché si tratta in entrambi i casi di grandi società e poiché la maggior parte delle banche è quotata -, gli emittenti non beneficiavano di indicazioni precise e vincolanti per la compilazione della DNF. Né tantomeno gli emittenti erano obbligati a utilizzare un unico modello per la rendicontazione.

#### 6. ESG rating: l'importanza degli standard redazionali.

Non è questa la sede per una disamina approfondita del rating ESG il quale esprime “*un giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente [ndi, di un'impresa], di un titolo o di un fondo dal punto di vista delle performance ambientali, sociali e di governance*”<sup>47</sup>.

Ai fini della presente analisi, ci si concentrerà sul rating ESG degli emittenti interrogandosi sull'importanza di criteri redazionali univoci e di un solo modello per la DNF.

---

<sup>46</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, cit., p. 334 ss.; R. LEOPIZZI, A. IAZZI, A. VENTURELLI, S. PRINCIPALE, *Non financial risk disclosure: the “state of the art” of Italian companies*, cit., p. 358 ss.

Per completezza, si tenga presente che la figura degli emittenti è molto importante. Essi, infatti, hanno una rilevanza strategica poiché possono promuovere la trasformazione del mercato e incentivare la diffusione di comportamenti sostenibili. Ad esempio, imponendo delle clausole nei contratti coi propri partner commerciali che li vincolino al rispetto di determinati standard in materia ambientale, sociale e di governance.

<sup>47</sup> C. MIO, *L'azienda sostenibile*, Laterza, Bari, 2021, p. 112 ss.; Cfr. pure A. M. ADAM, T. SHAVIT, *How can a ratings-based method for assessing corporate social responsibility (CSR) provide an incentive to firms excluded from socially responsible investment indices to invest in CSR?*, in *Journal of Business Ethics*, 2008, 82, p. 899 ss.; G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «Sostenibilità»*, in *Contratto e Impresa*, 2021, III, p. 721 ss.; M. U. BEN-ELI, *Sustainability: definition and five core principles, a systems perspective*, in *Sustainability Science*, 2018, 13, p. 1337 ss.; M. BILLIO, M. COSTOLA, I. HRISTOVA, C. LATINO, L. PELIZZON, *Inside the ESG rating: (Dis)agreement and performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, 28 (5), p. 1426 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Il dopo COVID-19: esigenze di uno sviluppo sostenibile*, in A. GENNARO, R. S. MASERA (a cura di), *Riflessioni sul futuro dell'Europa*, Canterano, Aracne, 2020, p. 123 ss.; A. DEVALLE, S. FIANDRINO, V. CANTINO, *The linkage between Esg performance and credit ratings: a firm-level perspective analysis*, in *International Journal of Business and Management*, 2017, p. 53 ss.; A. J. SHARKEY, P. BROMLEY, *Can ratings have indirect effects? Evidence from the organizational response to peers' environmental ratings*, in *American Sociological Review*, 2015, 80 (1), p. 63 ss.

M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca Impresa Società*, 2020, I, p. 3 ss.; S. E. WINDOLPH, *Assessing corporate sustainability through ratings: challenges and their causes*, in *Journal of Environmental Sustainability*, 2011, I (1), p. 37 ss.

Il rating ESG presenta numerosi benefici<sup>48</sup>.

Innanzitutto, le imprese che hanno un buon rating godono di un miglioramento nella percezione della propria immagine tra gli stakeholders<sup>49</sup>.

In secondo luogo, un buon rating segnala l'attenzione ai temi ESG dell'impresa e gli investitori privilegiano le società sostenibili nell'allocazione delle proprie risorse.

In terzo luogo, il rating ESG è uno strumento utile nell'identificazione e valutazione dei rischi da parte degli investitori.

Infine, un rating positivo può incoraggiare le imprese e - di riflesso - i loro competitor ad un maggior impegno sui temi ambientali, sociali e di governance<sup>50</sup>.

L'elaborazione di un rating ESG consiste in diverse fasi la prima delle quali è la raccolta di informazioni e dati presso le imprese. Seguono la verifica e l'analisi delle informazioni, l'assegnazione di un punteggio alle risultanze dell'analisi e la formulazione di un giudizio finale, il rating appunto.

Ebbene, la raccolta delle informazioni e dei dati è un'attività fondamentale per la formulazione di un giudizio. A seconda dei criteri di rendicontazione prescelti, dei KPI e della presenza o meno di un modello (sia pur flessibile) di report sulla sostenibilità, però, le imprese presentano diversamente le informazioni. Ciò influenza tanto la possibilità di ottenere delle informazioni complete e chiare, quanto la loro comparabilità.

Alla luce di quanto sopra, ne discende che le differenze nella rendicontazione di sostenibilità, indotta dalla mancanza di un solo standard redazionale e modello di reporting, possono incidere sull'elaborazione del rating. In tal modo, esso perde la sua funzione

---

<sup>48</sup> F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, cit., p. 458 ss.

<sup>49</sup> C. BUSCO, F. GRANA, A. ROSSI, *Disclosure non finanziaria e misurazione degli impatti sociali: profili teorici, prime evidenze empiriche e prospettive future*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 33 ss.

<sup>50</sup> A. J. SHARKEY, P. BROMLEY, *Can ratings have indirect effects? Evidence from the organizational response to peers' environmental ratings*, cit., p. 63 ss.; S. E. WINDOLPH, *Assessing corporate sustainability through ratings: challenges and their causes*, cit., p. 37 ss.

segnaletica e attrattiva degli investimenti<sup>51</sup>, generando incertezza tra gli stakeholders<sup>52</sup>.

## 7. Conclusioni.

Alla luce di quanto detto emerge come la normativa europea, e di riflesso quella nazionale, stia compiendo un progressivo avvicinamento tra la disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità e in materia finanziaria. Ciò è comprensibile poiché la rendicontazione ESG è uno dei fattori che, sempre più spesso, gli investitori considerano nel prendere le proprie scelte.

Nel senso di una progressiva unificazione deve leggersi pure l'inclusione della rendicontazione ESG in una sezione della relazione sulla gestione, quasi a parificare le informazioni ivi riportate.

Ovviamente, il suddetto ravvicinamento è un percorso lungo e ancora incompleto che richiede una stratificazione di interventi normativi. Esso presuppone (e comporta), prima di tutto, un cambiamento culturale e di governance societaria, tutt'altro che agevole e repentino.

Analizzando l'evoluzione normativa, giova ricordare che la NFRD non imponeva il ricorso ad un unico standard di rendicontazione ESG, né prevedeva un modello di report di sostenibilità.

Tale circostanza, come si dirà, ha il pregio di garantire (forse troppa) flessibilità in fase di rendicontazione<sup>53</sup>. D'altro canto, però, l'assenza di criteri univoci e di un modello di DNF poteva originare rendicontazioni incomplete, poco chiare, non verificabili e, soprattutto,

---

<sup>51</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, "Studio sulla sostenibilità in relazione ai rating, dati e ricerca", novembre 2020, 3 ss, disponibile online: <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1>

<sup>52</sup> Per completezza, va detto che anche altri fattori, sostanzialmente riconducibili alle agenzie di rating, influenzano l'elaborazione di quest'ultimo.

La mancanza di un'adeguata conoscenza della dimensione ambientale, sociale e di governance da parte delle agenzie di rating, così come la frequente mancanza di un giudizio complessivo sulle tre dimensioni ESG influenzano negativamente l'elaborazione del rating. A ciò si aggiunga la scarsa trasparenza delle predette agenzie che sono poco inclini a rivelare sia le loro metriche di giudizio, sia in che modo ottengono i dati su cui svolgono la propria attività. Alle volte, quest'ultimi sono forniti direttamente dalle imprese e non sono estratti dalle DNF; non possono escludersi, allora, comportamenti opportunistici. Ai fini della presente analisi, tuttavia, ci si concentrerà sulle criticità derivanti dalla rendicontazione ESG.

G. MICHELON, S. PILONATO, F. RICCI, *CSR reporting practices and the quality of disclosure: an empirical analysis*", in *Critical Perspectives on Accounting*, 2015, 33, p. 59 ss.

<sup>53</sup> G. CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, cit., p. 334 ss.

non comparabili<sup>54</sup>, così frustrando anche l'obiettivo armonizzativo alla base della NFRD<sup>55</sup>. Potevano anche darsi comportamenti opportunistici delle imprese che sfruttavano la suddetta flessibilità sfociando nel greenwashing<sup>56</sup>. Ne discende la difficoltà di individuare le imprese realmente sostenibili che si ripercuote negativamente: i) sulla raccolta dei capitali, giacché gli investitori - attenti ai profili di sostenibilità - potrebbero allocare erroneamente le proprie risorse; ii) sulla vigilanza delle imprese e del mercato, ostacolata da informazioni scarsamente trasparenti; e iii) sull'elaborazione del rating ESG che si basa sui dati forniti dalle imprese<sup>57</sup>.

Numerosi sono stati i tentativi per rimediare a tali inconvenienti. Così, nel novembre 2020 la Commissione europea ha pubblicato uno "Studio sulla sostenibilità in relazione ai rating, dati e ricerca" che si proponeva, tra l'altro, di chiarire come migliorare la completezza, chiarezza e comparabilità dei dati raccolti tra le imprese<sup>58</sup>.

Alcune società hanno introdotto la figura del Sustainable Investor Relations manager, ossia un soggetto incaricato di assicurare la corretta rappresentazione e comunicazione delle informazioni ESG, nonché di vigilare per un'efficace elaborazione di tali dati da parte delle agenzie di rating<sup>59</sup>.

---

<sup>54</sup> C. DEL PRETE, D. RICCI, *Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità*. D. Lgs. n. 254/2016: introduzione alla disciplina e problematiche applicative, cit., p. 509 ss. M. MOLINARI, J. CARUNGU, *Rendicontazione non finanziaria: dalla forma alla sostanza*, cit., p. 5 ss.;

<sup>55</sup> G. MICHELON, S. PILONATO, F. RICCI, *CSR reporting practices and the quality of disclosure: an empirical analysis*", cit., p. 59 ss.

<sup>56</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, cit., p. 1 ss.

<sup>57</sup> C. CANGIALOSI, *La ESG policy*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, EGEEA, cit., p. 10 ss.; R. DEL GIUDICE, *La policy ESG nelle fasi di monitoraggio e reporting*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, cit., p. 1 ss.; G. TESTA, *I temi ESG: governance*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, cit., p. 33 ss.; M. E. BARTH - K. SCHIPPER, *Financial Reporting Transparency*, cit., p. 173 ss.; A. J. SHARKEY, P. BROMLEY, *Can ratings have indirect effects? Evidence from the organizational response to peers' environmental ratings*, cit., p. 63 ss.; A. M. ADAM, T. SHAVIT, *How can a ratings-based method for assessing corporate social responsibility (CSR) provide an incentive to firms excluded from socially responsible investment indices to invest in CSR?*, cit., p. 899 ss.

<sup>58</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Studio sulla sostenibilità in relazione ai rating, dati e ricerca*, cit., p. 3 ss.

<sup>59</sup> A. M. ADAM, T. SHAVIT, *How can a ratings-based method for assessing corporate social responsibility (CSR) provide an incentive to firms excluded from socially responsible investment indices to invest in CSR?*, cit., p. 899 ss.

In entrambi i casi lo sforzo è apprezzabile, ma in concreto ha prodotto scarsi risultati<sup>60</sup>.

La CSRD, invece, rappresenta un punto di rottura rispetto al passato, sotto vari punti di vista, e si colloca nel menzionato percorso di unificazione tra rendicontazione di sostenibilità e finanziaria.

La direttiva è sicuramente migliorabile<sup>61</sup>, ad esempio introducendo delle norme transitorie che disciplinino il passaggio dall'uso degli attuali standard agli ESRS. Essa, però, ha il pregio, tra le altre cose, di aver imposto un solo standard di rendicontazione: gli emanandi ESRS<sup>62</sup>.

La CSRD ha pure previsto un modello di report di sostenibilità, ma – assai condivisibilmente – non lo ha qualificato vincolante, ossia immodificabile.

Ciò, innanzitutto, lascia alle imprese un margine di flessibilità in fase di rendicontazione ESG rispettando e valorizzando le differenze di ogni emittente<sup>63</sup>. Al riguardo, bisogna anche precisare che il ricorso allo strumento della direttiva appare efficace poiché, da un lato, permette di perseguire l'obiettivo armonizzativo che si è posto il Legislatore europeo<sup>64</sup>. Dall'altro, non comprime la flessibilità che la CSRD conferisce agli emittenti.

Occorre rilevare, in secondo luogo, che l'informativa ESG, seppur sintetizzabile in alcuni KPI, sostanzialmente non è riconducibile a valori numerici. Anzi, è per lo più discorsiva. Sarebbe difficile, quindi, imporre un modello vincolante di report poiché esso deve essere adattato alle esigenze della singola impresa.

In terzo luogo, l'esperienza del mondo bancario dimostra come un modello di report non vincolante consenta comunque una rendicontazione adeguata e comparabile.

---

<sup>60</sup> C. BUSCO, F. GRANA, A. ROSSI, *Disclosure non finanziaria e misurazione degli impatti sociali: profili teorici, prime evidenze empiriche e prospettive future*, cit., p. 33 ss.

<sup>61</sup> Analizzando la NFRD, la Consob ha rilevato la limitatezza delle informazioni da fornire con la DNF. Il profilo contenutistico, tuttavia, non è stato sostanzialmente modificato dalla CSRD e, quindi, deve ritenersi che la problematica persista. Cfr.

<sup>62</sup> Si vedano diffusamente C. CANGIALOSI, *La ESG policy*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, EGEA, cit., p. 10 ss.; R. DEL GIUDICE, *La policy ESG nelle fasi di monitoraggio e reporting*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, cit., p. 1 ss.; G. TESTA, *I temi ESG: governance*, in AA. VV. (a cura di), *Private capital e sostenibilità*, cit., p. 33 ss.

<sup>63</sup> M. BONACCHI, L. MENICACCI, *PMI e reporting: il divenire prevedibile*, cit., p. 12 ss.

<sup>64</sup> Ex multis G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «Sostenibilità»*, cit., p. 721 ss.

Per quanto qui rileva, bisogna anche accennare al Regolamento Tassonomia che ha stabilito minuziosamente i criteri per determinare quando un'attività economica contribuisca in modo sostanziale alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici, nonché quando non arrechi un danno significativo a uno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 del citato regolamento. Esso, dunque, agevola le imprese nella puntuale osservanza degli obblighi informativi in materia ESG collocandosi nel menzionato percorso di unificazione dell'informativa sulla sostenibilità e finanziaria

In conclusione, ad una prima analisi la CSRD appare apprezzabile soprattutto laddove prevede un unico criterio di rendicontazione, prevede un modello non vincolante di report sulla sostenibilità e, dunque, contribuisce ad assicurare la comprensibilità, completezza e comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> M. E. BARTH – K. SCHIPPER, *Financial Reporting Transparency*, cit., p. 173 ss.