

LE “AUTORITÀ PRIVATE” NELL’ERA DELLA  
SOSTENIBILITÀ. GLI IMPATTI DELL’ESG DISCLOSURE  
REGULATION E DEL TAXONOMY REGULATION

*“PRIVATE AUTHORITIES” IN THE ERA OF SUSTAINABILITY. THE  
IMPACTS OF ESG DISCLOSURE REGULATION AND TAXONOMY  
REGULATION*

*Actualidad Jurídica Iberoamericana N° 16 bis, junio 2022, ISSN: 2386-4567, pp. 104-123*



Elena  
BELLISARIO

ARTÍCULO RECIBIDO: 6 de noviembre de 2021

ARTÍCULO APROBADO: 22 de marzo de 2022

**RESUMEN:** Il contributo traccia, attraverso la lente delle "autorità private", l'evoluzione delle politiche europee in tema di sostenibilità e di responsabilità sociale delle imprese. L'analisi consente di constatare un costante ricorso a tecniche di regolazione ibride, il cui altalenante mescolarsi, tra ampliamenti e restrizioni dei poteri dei privati, non può comunque prescindere da un loro rilevante coinvolgimento nei processi decisionali e di produzione delle regole.

**PALABRAS CLAVE:** Sostenibilità e responsabilità sociale delle imprese; auto-regolamentazione, co-regolamentazione, etero-regolamentazione; non Financial Disclosure; EGS disclosure; tassonomia attività sostenibili.

**ABSTRACT:** *The contribution traces, through the lens of "private authorities", the evolution of European policies on sustainability and corporate social responsibility. The analysis notes a constant use of hybrid regulation techniques, whose fluctuating mix between extensions and restrictions of private powers, however, cannot ignore their significant involvement in decision-making and rule-making processes.*

**KEY WORDS:** *Sustainability and corporate social responsibility; self-regulation, co-regulation, hetero-regulation; non financial disclosure; EGS disclosure; taxonomy of sustainable activities.*

**SUMARIO.- I. TECNICHE DI REGOLAZIONE DEL MERCATO: AUTORITÀ PRIVATE E MODELLI DI AUTOREGOLAZIONE REGOLATA.- II. LE POLITICHE UE IN TEMA DI RSI E SOSTENIBILITÀ. PRIMA FASE: APPROCCIO SOFT E POTENZIAMENTO DELLE AUTORITÀ PRIVATE.- III. SEGUE. SECONDA FASE: APPROCCIO FLESSIBILE E NON INTRUSIVO. LA DIRETTIVA 2014/95/UE SUGLI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE NON FINANZIARIA.- IV. SEGUE. TERZA FASE: LA SPINTA DECISA. IL PACCHETTO DEL PIANO D'AZIONE PER LA FINANZA SOSTENIBILE.- V. UNA CO-REGOLAMENTAZIONE SBILANCIATA? IL DECLINO DELLA "VOLONTARIETÀ" DELLA RSI.**

---

## **I. TECNICHE DI REGOLAZIONE DEL MERCATO: AUTORITÀ PRIVATE E MODELLI DI AUTOREGOLAZIONE REGOLATA.**

Le riflessioni del Maestro intorno al fenomeno delle "autorità private", di diritto e di fatto (dalla famiglia ai gruppi sociali organizzati)<sup>1</sup>, resteranno scolpite nelle future generazioni di giuristi.

In «un contributo di pensiero che felicemente concilia la stringata rapidità delle notazioni con la ricchezza dei contenuti»<sup>2</sup>, appaiono subito evidenti al lettore la straordinaria lungimiranza della prospettiva d'indagine e la persistente attualità di un fenomeno dalla inesauribile capacità espansiva.

Con la globalizzazione, il progresso e la tecnica, nuovi spazi si sono dischiusi al potere dei privati, consentendo l'identificazione di nuove "autorità private" nei più vari settori dell'ordinamento, con evidenti ripercussioni sul sistema tradizionale delle fonti del diritto e sul rapporto pubblico-privato. E se da allora il contesto è profondamente cambiato, immutabile resta l'esigenza – sempre al centro del pensiero e dell'impegno del Maestro – di accertare se situazioni di assoggettamento ad un altrui potere decisionale di fatto importino l'intervento del legislatore, cui spetta il compito di arginare quei poteri dei privati che, sconfinando nell'abuso, determinano intollerabili diseguglianze.

Non a caso la comunità scientifica ha voluto di recente celebrare questo prezioso contributo, fra i tanti del Maestro, con alcuni Incontri di Studio<sup>3</sup>.

- 
- 1 BIANCA, C.M.: *Le autorità private*, con Presentazione di Pietro Rescigno, Jovene, Napoli, 1977.
  - 2 Così RESCIGNO, P.: "Presentazione" al volume di Cesare Massimo Bianca, cit., p. XI.
  - 3 "I poteri dei privati e il diritto della regolazione. A quarant'anni da *Le autorità private* di C.M. Bianca", Incontri di studio organizzati congiuntamente dall'Università degli Studi Roma Tre (27 ottobre 2017) e l'Università Commerciale L. Bocconi (9 novembre 2017), sfociati nel volume SIRENA, P. e ZOPPINI, A. (a cura di): *I poteri dei privati e il diritto della regolazione. A quarant'anni da "Le autorità private" di C.M. Bianca*, RomaTrE-Press, Roma, 2018.

• **Elena Bellisario**

Associato di Diritto privato, Università degli Studi Roma Tre. E-mail: elena.bellisario@uniroma3.it

Ancor prima, le riflessioni ivi contenute indussero chi scrive a impostare su di esse uno studio monografico sul tema della "responsabilità sociale delle imprese" (RSI), declinandola alla luce del principio di sussidiarietà sociale<sup>4</sup>. Nell'analisi di quel fenomeno fu infatti determinante, solo per citare alcuni passi, «[i]l riscontro di posizioni autoritarie nell'ambito del diritto privato», l'esistenza di «poteri decisionali (...) fondati (...) solo su posizioni di forza economico-sociale» e «l'affermarsi di un nuovo diritto economico quale diritto dei rapporti d'impresa, dove l'intervento dello Stato porterebbe alla compenetrazione di tecniche pubbliche e private»<sup>5</sup>.

Le politiche europee in tema di "RSI" e di "sostenibilità"<sup>6</sup> sono espressione emblematica di questa continua "compenetrazione": esse costituiscono lo specchio e la traduzione di una tecnica di regolamentazione ibrida, che coniuga il diritto prodotto da soggetti istituzionali con le regole del mercato e della società civile, disegnando un sistema che si "auto-regola" nell'ambito di un ordine giuridico.

Nella logica della sussidiarietà, alle imprese – quali autorità private di rilevanza pubblica – viene riconosciuto un "ruolo guida" nello sviluppo delle regole di RSI; alle autorità pubbliche spetta invece un "ruolo di sostegno"<sup>7</sup>. Le imprese – viene di recente affermato dalla Commissione<sup>8</sup> – sono chiamate a svolgere un «ruolo chiave nella transizione verso la sostenibilità»: nel corso degli ultimi decenni, «sia su base volontaria sia incoraggiate dalle autorità pubbliche», un numero in continua crescita di imprese ha fatto della responsabilità sociale un elemento centrale della propria missione aziendale. Tuttavia occorre ancora, ed è altresì possibile, «fare di più a tutti i livelli»<sup>9</sup>.

4 Sia consentito il rinvio a BELLISARIO, E.: *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata*, Giappichelli, Torino, 2012, in part. p. 5, nota 6. Più in generale, sul principio di sussidiarietà orizzontale, v. NUZZO, M. (a cura di): *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, Giappichelli, Torino, 2014.

5 BIANCA, C.M.: *Le autorità private*, cit., passim (in part. pp. 55 e 85).

6 Pur nascendo distinti (la "sostenibilità" riferita all'ambiente, la "RSI" alle tematiche sociali), la reciproca interrelazione e convergenza tra i due concetti è da tempo emersa e riconosciuta, tanto da divenire l'uno parte integrante dell'altro ed essere sovente utilizzati anche come sinonimi. Si è infatti evidenziato che la RSI è «l'aspetto microeconomico del concetto macroeconomico di sviluppo sostenibile» (così il Parere del Comitato economico e sociale europeo del 14 dicembre 2006 in merito alla Comunicazione della Commissione "*Il partenariato per la crescita e l'occupazione: fare dell'Europa un polo di eccellenza in materia di responsabilità sociale delle imprese*") e si è altresì sottolineato che «il concetto di RSI tipicamente impiegato in seno alle istituzioni dell'Unione europea dovrebbe essere considerato come sostanzialmente inscindibile dai concetti correlati di impresa responsabile o etica, "ambiente, società e governance", sviluppo sostenibile e rendicontabilità delle imprese» (così la Risoluzione del Parlamento europeo sulla "*Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva*" del 6 febbraio 2013). Da ultimo, la Commissione definisce la RSI come "importante attivatore trasversale" per la transizione verso la sostenibilità: v. il Documento di riflessione "*Verso un'Europa sostenibile entro il 2030*" del 30 gennaio 2019, COM (2019) 22 fin.

7 «Lo sviluppo della RSI dovrebbe essere guidato dalle imprese stesse. Le autorità pubbliche dovrebbero svolgere un ruolo di sostegno attraverso una combinazione intelligente di misure politiche volontarie e, ove necessario, di regolamentazione complementare, per esempio per promuovere la trasparenza, creare incentivi di mercato per il comportamento responsabile delle imprese e garantire la rendicontabilità aziendale». Così la Comunicazione della Commissione "*La responsabilità sociale delle imprese: una nuova strategia dell'Unione europea per il periodo 2011-2014*" del 25 ottobre 2011, COM (2011) 681 def.

8 Documento di riflessione "*Verso un'Europa sostenibile entro il 2030*", cit., p. 26.

9 Documento di riflessione "*Verso un'Europa sostenibile entro il 2030*", cit., p. 27.

La sostenibilità in ogni sua declinazione – già da tempo trasversale a tutte le politiche d'azione europee e in esse integrata – diventa questione cruciale in un'economia travolta dalla crisi pandemica. La sua assoluta centralità e priorità – dall'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile del 2015 e dall'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, entrato in vigore nel 2016, passando per il New Green Deal del 2019 fino al Next Generation EU del 2020, fondato sul duplice obiettivo di stimolare investimenti per la ripresa e sostenere riforme che aumentino la sostenibilità delle singole economie europee – impone dunque di proseguire l'analisi sulle strategie adottate e adottande, continuando a far tesoro dell'insegnamento del Maestro.

## II. LE POLITICHE UE IN TEMA DI RSI E SOSTENIBILITÀ. PRIMA FASE: APPROCCIO SOFT E POTENZIAMENTO DELLE AUTORITÀ PRIVATE.

A vent'anni dal Libro Verde “Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”<sup>10</sup>, il quadro giuridico di riferimento in materia ha conosciuto un'evoluzione incessante e via via sempre più rapida, nell'ambito della quale sono individuabili tre diverse fasi.

Nella prima, che abbraccia il decennio 2001-2011, domina un approccio che si caratterizza non tanto per i contenuti, quanto per la sottolineatura forte della “volontarietà”, e quindi della non vincolatività, delle iniziative di RSI. Un approccio che si traduce nel ricorso sistematico ad atti atipici, quali Libri verdi, Comunicazioni, Risoluzioni, e che ben esprime quella tendenza più generale inevitabilmente generata dalla globalizzazione, ossia un netto “slittamento” del diritto da hard a soft.

Per l'Europa si tratta infatti di una scelta strategica quasi “obbligata”, in quanto dettata dalla necessità di difendere la propria legislazione, nel timore che la durissima concorrenza a livello mondiale produca una pericolosa “corsa al ribasso” nelle regole conquistate, conquista che al tempo stesso è, paradossalmente, una delle cause della delocalizzazione delle imprese verso Paesi in via sviluppo o in transizione.

Questa strategia si concretizza perciò nell'introduzione di una disciplina incentivante, con funzione premiale, essendo il diritto promozionale l'unico che consenta di oltrepassare la frontiera (del rispetto) degli obblighi e, quindi, anche i confini del diritto nazionale ed europeo<sup>11</sup>.

10 COM (2001) 366. Tale documento aveva un duplice obiettivo: primo, lanciare il dibattito sul concetto di responsabilità sociale delle imprese (RSI) e, secondo, definire le modalità di costituzione di un partenariato inteso a favorire lo sviluppo di una struttura europea di promozione di tale concetto.

11 Per una sintesi delle iniziative adottate e delle ragioni di policy sottese, sia consentito rinviare a BELLISARIO, E.: “La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata”, *Danno e resp.*, 2013, p. 809 ss.

Un approccio, dunque, in cui regna l'autoregolazione<sup>12</sup>, e giustificato dalla convinzione/illusione che «la riduzione dell'intervento legislativo e il conseguente potenziamento dell'autonomia privata» possano risultare «compensati o compensabili dalla scelta volontaria dell'impresa di preoccuparsi e, soprattutto, di "dare conto" delle ricadute sociali del proprio operato»<sup>13</sup>.

### III. SEGUE. SECONDA FASE: APPROCCIO FLESSIBILE E NON INTRUSIVO. LA DIRETTIVA 2014/95/UE SUGLI OBBLIGHI DI INFORMAZIONE NON FINANZIARIA.

A partire dalla citata Comunicazione "La responsabilità sociale delle imprese: una nuova strategia dell'Unione europea per il periodo 2011-2014" del 25 ottobre 2011, si comincia a prendere atto della scarsa efficacia di un approccio esclusivamente soft e volontario, in cui tutto – rule-making, rule-monitoring, rule-enforcement – è lasciato al potere dei privati, e si comincia ad avvertire la necessità di una nuova, diversa strategia: una strategia finalizzata a rendere le pratiche socialmente responsabili credibili, trasparenti, comparabili e, quindi, basata su un potenziamento della regolazione "dall'alto" e del ruolo dell'ordinamento giuridico<sup>14</sup>.

Del resto, come altrove osservato<sup>15</sup>, ciò risulta pienamente conforme alla sussidiarietà orizzontale, la quale ha in sé un duplice aspetto: quello "negativo", che impone l'astensione dell'intervento pubblico ove i privati siano in grado di autoregolarsi in modo efficiente e ottimale; quello "positivo", che attribuisce, come vero e proprio obbligo, all'autorità pubblica il compito di incitare, sostenere e, se necessario, anche sostituire gli attori insufficienti.

Parallelamente, analoga insoddisfazione circa il carattere meramente volontario della RSI riaffiora a livello internazionale, essendo sotto gli occhi di

12 Giova qui ricordare che l'Accordo interistituzionale "Legiferare meglio" del 16 dicembre 2003, in GUCE, C 321, punto 22 (ora sostituito dall'Accordo del 13 aprile 2016, in GUUE, L 123), definisce l'autoregolamentazione come la «possibilità lasciata agli operatori economici, alle parti sociali, alle organizzazioni non governative o alle associazioni, di adottare tra di loro e per sé stessi orientamenti comuni a livello europeo (in particolare codici di condotta o accordi settoriali). In linea generale, tali iniziative autonome non presuppongono una presa di posizione da parte delle istituzioni». Più di recente essa è definita come «l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti di terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni». Così il Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema "Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE" del 22 aprile 2015, in GUUE C/291, punto 3.2.

13 BELLISARIO, E.: *op. ult. cit.*, p. 810.

14 Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013 sulla "Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile", ove si sottolinea che «le imprese non possono sostituirsi alle funzioni delle autorità pubbliche per quanto concerne la promozione, l'implementazione e il controllo di norme sociali e ambientali» (punto 1) e altresì che la stessa nuova definizione di RSI proposta dalla Commissione nel 2011 «neutralizza la contrapposizione tra approcci volontari e approcci obbligatori» (punto 5).

15 BELLISARIO, E.: *op. ult. cit.*, p. 820.

tutti che il ricorso a strumenti soft – fra cui i Principi guida su Imprese e Diritti Umani del 2011 – e l’impegno su base volontaria non hanno mai fermato le gravi violazioni dei diritti umani commesse dalle multinazionali. Così, fra i vari tentativi (invano) messi in atto a partire dagli anni Settanta al fine di creare un codice di condotta vincolante per le imprese transnazionali in materia di diritti umani<sup>16</sup>, nel 2014, su iniziativa dell’Equador, passa la Risoluzione n. 26/9 del Consiglio dei diritti umani delle Nazioni Unite, che istituisce un Gruppo di lavoro intergovernativo con il mandato di avviare un processo volto all’introduzione di uno strumento internazionale giuridicamente vincolante per regolamentare, nel quadro del diritto internazionale, le attività delle società transnazionali e delle altre imprese<sup>17</sup>.

Tornando al contesto europeo, l’acquisita consapevolezza della necessità di «fare di più»<sup>18</sup> si traduce in intervento assai rilevante, sia nella forma che nei contenuti, che segna una prima significativa svolta nell’azione dell’Ue: la direttiva 2014/95/UE (c.d. NFRD - Non Financial Reporting Directive) in tema di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità da parte di talune imprese e gruppi di grandi dimensioni.

L’obiettivo di questa disciplina – la quale, secondo la strategia di better regulation, è stata preceduta da ampie consultazioni pubbliche con le parti interessate, tanto in sede europea quanto in sede di attuazione nell’ordinamento italiano ad opera del d. lgs. n. 256/2017<sup>19</sup> – è quello di migliorare la comunicazione delle informazioni in tema di RSI (e di diversità nella composizione degli organi di amministrazione e controllo), al fine di accrescerne «la pertinenza, l’uniformità e la comparabilità» (considerando n. 21).

Tra le varie opzioni possibili, si è privilegiato un approccio improntato alla “non intrusività” e alla “flessibilità”, in considerazione della natura “multidimensionale” della RSI e della diversità delle politiche applicate dalle imprese in materia.

16 Per una sintesi dei numerosi negoziati e dei loro fallimenti, v. MARRELLA, F.: “Imprese transnazionali e diritti umani”, in AA.VV.: *Il libro dell’anno del diritto*, Treccani, Roma, 2019, p. 721 ss.

17 Sui lavori del Gruppo, che ha pubblicato nell’agosto 2020 una seconda bozza rivista di strumento giuridicamente vincolante, v. il sito: <https://www.ohchr.org/en/hrbodies/hrc/wgtranscorp/pages/igwgontnc.aspx>.

18 V. retro, testo e nota 9.

19 Per un’analisi più dettagliata, sia consentito rinviare ancora a BELLISARIO, E.: “Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE”, *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, I, p. 19 ss.

In base a tale approccio, fondato sul principio del "comply or explain"<sup>20</sup>, le imprese soggette alla disciplina<sup>21</sup> conservano un'ampia discrezionalità nel definire il contenuto delle loro strategie e nella scelta degli standard specifici e dei relativi KPIs (Key Performance Indicators), e altresì margini di flessibilità nel comunicare le informazioni pertinenti; tuttavia esse hanno l'obbligo di rendere una "dichiarazione di carattere non finanziario" (DNF) comprendente "almeno" le informazioni essenziali in materia ambientale e sociale, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva. Le imprese che invece non applicano politiche in relazione a uno o più dei predetti aspetti, devono fornire una spiegazione chiara e articolata del perché di tale scelta.

Quindi, detto altrimenti: non vi è un obbligo per le imprese di adottare una politica in tema di sostenibilità, né di comunicarla in tutti i suoi aspetti, ma vi è in ogni caso un obbligo di comunicare: ciò che si fa oppure, se non si fa, di motivare la scelta operata<sup>22</sup>.

Si resta, dunque, nell'ambito di tecniche di regolazione miste o di c.d. coregolamentazione<sup>23</sup>, attraverso un intervento funzionalizzato al controllo del potere privato e delle sue forme di esercizio: un intervento che non soltanto indirizza, ma – con una "spinta" tutto sommato ancora "gentile", benché certamente non soft

- 
- 20 Giova ricordare che il principio del comply or explain – "rispetta o spiega" – era già noto nel nostro ordinamento, ove ha conosciuto un lungo percorso evolutivo: inizialmente era contenuto nel solo codice di autodisciplina delle società quotate del 1999; poi è stato inserito nelle Istruzioni al Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana; infine, ha fatto ingresso nel TUF (d.lgs. n. 58/98), prima per effetto delle modifiche introdotte con la legge sul risparmio (l. n. 262/05) e, in seguito, per effetto del recepimento della direttiva 2006/46/CE, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società. Come noto, in base a tale principio, le società quotate italiane sono tenute – non già ad aderire bensì – a rendere pubblica la scelta di aderire a codici di comportamento in materia di governo societario e, in caso di adesione, a fornire informazioni al mercato con riferimento alle condotte effettivamente applicate tra quelle raccomandate dal codice (compliance), motivando, contestualmente, la scelta di discostarsi da una o più best practices (explain).
- 21 Destinatari delle disposizioni sono gli enti di interesse pubblico – società i cui valori mobiliari sono negoziati in mercati regolamentati italiani e UE, banche, compagnie di assicurazione e riassicurazione – che durante l'esercizio finanziario abbiano avuto, in media, un numero di dipendenti superiore a 500 e che alla data di chiusura del bilancio abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro.
- 22 Analogamente, in materia di diversità nella composizione degli organi di amministrazione e controllo, la direttiva modifica, ampliandolo, il contenuto obbligatorio della "relazione sul governo societario" (art. 20, lett. g, direttiva 2013/34/UE), imponendo alle grandi imprese di fornire informazioni sulla loro politica, anche per quanto riguarda l'età, il sesso, la diversità geografica, il percorso formativo e professionale. Le società che non hanno una politica in materia di diversità saranno unicamente tenute a spiegare il perché di questa scelta.
- 23 L'Accordo interistituzionale "Legiferare meglio" del 16 dicembre 2003, cit., punto 18 (ora sostituito dall'Accordo del 13 aprile 2016, cit.), definisce la coregolamentazione come il «meccanismo mediante il quale un atto legislativo comunitario conferisce la realizzazione degli obiettivi definiti dall'autorità legislativa ai soggetti interessati riconosciuti in un determinato settore». Più di recente, essa è definita come una «forma di regolamentazione delle parti interessate (stakeholder) che è promossa, orientata, guidata o controllata da una terza parte (sia essa un organismo ufficiale o un'autorità di regolamentazione indipendente) di norma dotata di poteri di esame, di controllo e, in alcuni casi, sanzionatori». Così il Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema "Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE", cit., punto 3.4.



come in passato – piega l'autonomia dei privati al perseguimento di obiettivi di rilievo pubblicistico, senza tuttavia imporre vincoli o limitazioni troppo penetranti<sup>24</sup>.

Inizia così ad emergere con più forza quel ruolo di “sostegno” che – in una logica collaborativa e di interdipendenza pubblico-privato, in attuazione della sussidiarietà, anche verticale – spetta alle autorità pubbliche attraverso una «combinazione intelligente di misure politiche volontarie e, ove necessario, di regolamentazione complementare»<sup>25</sup>.

#### IV. SEGUE. TERZA FASE: LA SPINTA DECISA. IL PACCHETTO DEL PIANO D'AZIONE PER LA FINANZA SOSTENIBILE.

A partire dal 2015, con ritmi sempre più incalzanti, l'Unione europea comincia ad avviare un programma legislativo decisamente ambizioso per la riconversione del sistema produttivo UE a paradigmi di sostenibilità.

Le iniziative sono numerose, sono fra loro intrecciate e complementari e, soprattutto, sono sempre più hard. Alcune di queste perseguono l'obiettivo di rendere i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG nell'acronimo inglese comunemente utilizzato: Environmental, Social and Governance) un elemento centrale della regolamentazione del settore finanziario.

È infatti evidente che per realizzare la transizione ecologica e rendere l'Europa climaticamente neutra entro il 2050, le politiche pubbliche non basteranno e saranno necessari ingenti finanziamenti anche da parte di investitori privati. Un'attenzione specifica viene perciò dedicata, attraverso una strategia rinnovata, alla finanza sostenibile<sup>26</sup>, allo scopo di stabilire criteri chiari e condivisi a livello europeo per definire in primo luogo che cosa è sostenibile e, quindi, evitare di

24 Al riguardo, però, già si anticipa (v. *infra*, testo e nota 46) che il 21 aprile 2021 la Commissione ha presentato una Proposta di direttiva sull'informativa in materia sostenibilità delle imprese (c.d. Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD) dando seguito all'intento – già espresso nella presentazione del Green Deal europeo – di intervenire in modo più pervasivo sulla direttiva 2014/95/EU. Ciò in considerazione della crescente richiesta, soprattutto da parte degli investitori e delle organizzazioni della società civile, di informazioni sociali e ambientali quantitativamente maggiori e qualitativamente più significative. Come di consueto, la Proposta è stata preceduta da una consultazione pubblica (svoltasi dal 20 febbraio al 14 maggio 2020) che ha toccato, in particolare, i seguenti punti: valutare l'opportunità di prevedere uno standard obbligatorio comune; individuare eventuali ulteriori ambiti di indagine non finanziaria e categorie di informazioni; verificare se la diversità di disciplina in materia di attestazione tra informazioni finanziarie e informazioni non finanziarie sia giustificabile e appropriata; valutare un ampliamento dell'ambito dei destinatari della NFRD. Per una sintesi dei risultati emersi, v. il documento “Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive”, reperibile sul sito <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation>.

25 Comunicazione della Commissione del 25 ottobre 2011, cit., punto 3.4.

26 Come precisato dalla Commissione, per “finanza sostenibile” si intende generalmente «il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali». Così la Comunicazione “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile” dell'8 marzo 2018, COM (2018) 97 fin. (punto 1).

finanziare progetti improntati al "greenwashing", cioè progetti che si dichiarano verdi ma che non rispettano davvero l'ambiente.

In particolare, è la Comunicazione della Commissione "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile" dell'8 marzo 2018<sup>27</sup>, e la successiva su "Il Green Deal europeo" del 1° dicembre 2019<sup>28</sup>, ad imprimere una decisa accelerazione all'azione Ue, che sfocia in un "poderoso" pacchetto di misure dall'impatto rivoluzionario, i cui pilastri portanti sono:

- il Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. SFDR, ossia: Sustainable Finance Disclosure Regulation, o anche ESG Disclosure Regulation) e

- il Regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. Taxonomy Regulation)<sup>29</sup>.

Nella consapevolezza che questi interventi legislativi richiederebbero un'analisi ben più approfondita di quella che è possibile svolgere in queste pagine, preme tuttavia tratteggiarne i punti salienti al fine di dare l'idea non soltanto della loro notevole portata innovativa, ma altresì del sostanziale mutamento nella "combinazione intelligente" tra i diversi strumenti di regolazione utilizzati e dei suoi riflessi sul ruolo delle autorità private.

27 Nello specifico il "Piano" – che si fonda sulle Raccomandazioni formulate dal "Gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile" istituito dalla Commissione alla fine del 2016 – si articola in 10 azioni al fine di realizzare i seguenti tre obiettivi: 1) orientare i capitali privati verso investimenti sostenibili; 2) integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi; 3) promuovere la trasparenza sui temi ESG (Environmental, Social and Governance) in una prospettiva di lungo periodo.

28 «Il settore privato sarà determinante per finanziare la transizione verde. Servono segnali sul lungo periodo per indirizzare i flussi finanziari e di capitale verso gli investimenti verdi ed evitare gli attivi non recuperabili. Nel terzo trimestre del 2020 la Commissione presenterà una strategia rinnovata in materia di finanza sostenibile, incentrata su una serie di azioni. Questa strategia consoliderà innanzitutto le basi su cui poggiano gli investimenti sostenibili. Parlamento europeo e Consiglio dovranno segnatamente adottare la tassonomia per la classificazione delle attività ecosostenibili» Così la Comunicazione "Il Green Deal europeo" del 1° dicembre 2019, COM (2019) 640 fin. (punto 2.2.1).

29 Fra le altre misure che si inseriscono in questo innovativo Piano d'azione, vanno menzionati: il Regolamento (UE) 2019/2089 (c.d. Climate Benchmark Regulation), che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento; il Regolamento (UE) 2021/337 del 16 febbraio 2021 che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 per quanto riguarda il prospetto UE della ripresa e adeguamenti mirati per gli intermediari finanziari, nonché la direttiva 2004/109/CE per quanto riguarda l'uso del formato elettronico unico di comunicazione per le relazioni finanziarie annuali, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19; i Regolamenti delegati della Commissione nn. 2020/1816, 2020/1817 e 2020/1818, che integrano il regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda rispettivamente: la spiegazione nella dichiarazione sull'indice di riferimento del modo in cui i fattori ESG si riflettono in ciascun indice di riferimento fornito e pubblicato; per quanto riguarda il contenuto minimo della spiegazione del modo in cui i fattori ESG si riflettono nella metodologia degli indici di riferimento; per quanto riguarda le norme minime per gli indici di riferimento UE di transizione climatica e per gli indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi.

A) *ESG Disclosure Regulation (o SFDR)*.

Al fine di aumentare la trasparenza sui fattori e sui rischi di sostenibilità nei processi decisionali e di consulenza relativi agli investimenti, e di rafforzare la comparabilità dei prodotti finanziari, l'ESG Disclosure Regulation introduce per i "partecipanti ai mercati finanziari" e per i "consulenti finanziari" (definiti all'art. 2, rispettivamente n. I e n. II)<sup>30</sup> nuovi e specifici obblighi di informativa precontrattuale e continuativa destinata agli investitori finali.

Benché il regolamento si focalizzi sull'informativa in materia di sostenibilità, il suo impatto non è affatto limitato alla sola "ESG disclosure", giacché inevitabilmente l'adempimento di questi obblighi andrà a permeare l'intero processo di strutturazione, promozione e vendita dei prodotti finanziari, con ricadute significative su tutti o quasi i processi aziendali.

Si tratta di una regolamentazione molto dettagliata, che prevede regimi differenziati a seconda dei soggetti e della tipologia di prodotto. In via meramente schematica, gli obblighi di disclosure si articolano, infatti, su due livelli: informazioni riferite al soggetto/attività (c.d. "entity level")<sup>31</sup> e informazioni riferite al prodotto finanziario (c.d. "product level")<sup>32</sup>, e vengono altresì differenziati a seconda della modalità di fornitura (nell'informativa precontrattuale, sui siti web o nelle relazioni periodiche).

Il "rischio di sostenibilità", conformemente a quanto già stabilito dalla legislazione settoriale, viene definito come «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» (art. 2, n. 22), mentre nell'articolata definizione di "investimento sostenibile" (art. 2, n. 17) si sancisce, quale elemento determinate al fine di poter assegnare tale qualifica, il principio del "non arrecare un danno significativo" a nessuno degli obiettivi ESG.

Alle Autorità europee di vigilanza (ESAs) è affidato il compito di sviluppare ulteriori norme tecniche di dettaglio (RTS secondo l'immane acronimo

30 Come precisato dal considerando n. 7, i soggetti che svolgono «simultaneamente attività di partecipanti ai mercati finanziari e di consulenti finanziari (...) dovrebbero essere considerati partecipanti ai mercati finanziari se agiscono in qualità di realizzatori di prodotti finanziari, ivi compresa la gestione del portafoglio, e dovrebbero essere considerati consulenti finanziari se forniscono consulenza in materia di investimenti o di assicurazioni».

31 In particolare gli artt. 3-6 pongono obblighi di disclosure dei processi interni su: politiche in materia di rischio di sostenibilità; effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto; politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità; integrazione dei rischi di sostenibilità.

32 In particolare gli artt. 7-9 pongono obblighi di disclosure sugli effetti negativi per la sostenibilità del prodotto finanziario; nonché – per prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali o che abbiano come obiettivo investimenti sostenibili – su come il prodotto sia conforme agli aspetti ESG che lo stesso si propone di rispettare e/o perseguire, nonché su come eventuali indici di riferimento designati per il prodotto siano coerenti con tali aspetti.

inglese, ossia Regulatory Technical Standards), che la Commissione ha facoltà di adottare mediante atti delegati ex art 290 TFUE<sup>33</sup>.

Per quanto riguarda l'informativa a livello di prodotto, il principio del *comply or explain* trova applicazione per la generalità di prodotti finanziari resi disponibili: pertanto, se la valutazione dei rischi di sostenibilità porta a concludere che rischi non sussistono, occorre spiegarne le ragioni. Se, viceversa, la valutazione porta a concludere che tali rischi sono rilevanti, occorre comunicare, in termini qualitativi o quantitativi, la misura in cui quei rischi possono incidere sulla performance del prodotto finanziario. Con riferimento, invece, ai prodotti finanziari sostenibili, gli obblighi di informativa si intensificano e altresì si differenziano a seconda che si tratti di prodotti che "promuovono caratteristiche sostenibili" (c.d. "light green products") ovvero di prodotti che "hanno come obiettivo investimenti sostenibili" (c.d. "dark green products").

Come emerge già da questi rapidi cenni, ampia è la categoria di prodotti oggetto del regolamento, parimenti ampia è la platea di destinatari, e considerevoli sono gli obblighi di disclosure ad essi richiesti. Peraltro, solo per alcuni secondo la più flessibile logica del generale principio *comply or explain* (in base alla quale ove gli "effetti negativi" delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità non siano stati presi in considerazione, occorre fornire una chiara motivazione di tale mancata considerazione). Difatti fanno eccezione i FMPs (altro acronimo per "partecipanti ai mercati finanziari") che, alla data di chiusura del bilancio, impiegano in media più di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario, o che sono imprese madri di un grande gruppo che su base consolidata impiega in media più di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario (art. 4, commi 3 e 4). A partire dal 30 giugno 2021, tali soggetti sono perciò obbligati *tout court* a rendere una dichiarazione relativa alle loro politiche in materia di dovuta diligenza per quanto riguarda i principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori EGS. Ossia, detto altrimenti, sono obbligati anche ad adottare tali politiche.

Inevitabilmente l'impatto di questi obblighi andrà ben oltre la mera disclosure, essendo evidente che la comunicazione al pubblico delle informazioni richieste non potrà che essere il risultato finale di un processo che implica l'ingresso dei fattori EGS in tutte le fasi più rilevanti dei processi aziendali di strutturazione,

33 Il 4 febbraio 2021 le Autorità europee di vigilanza hanno pubblicato e trasmesso alla Commissione Europea la bozza di Final Report sui Regulatory Technical Standards (RTS) relativi al SFDR, la cui applicazione è prevista con decorrenza dal 1° gennaio 2022. Tuttavia, avendo la Commissione già chiarito che l'applicazione del regolamento – in relazione al livello I sui principi generali dell'informativa ESG – non è subordinata all'adozione formale e all'entrata in vigore degli RTS, le ESAs hanno precisato che tali RTS, seppure in bozza e suscettibili di modifiche nel processo di adozione in corso, possono già costituire un'utile guida nell'interpretazione e applicazione della normativa (ESAs, *Supervisory Statement* del 25 febbraio 2021, in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2021\\_06\\_joint\\_esas\\_supervisory\\_statement\\_-\\_sfd.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_06_joint_esas_supervisory_statement_-_sfd.pdf)).

promozione e vendita dei prodotti finanziari, finendo per ripercuotersi anche su tutte le imprese che, a valle, aspirano ad attrarre finanziamenti.

### B) *Taxonomy Regulation.*

Come detto, la transizione richiederà l'apporto di ingenti volumi di capitali privati verso "attività economiche sostenibili". Il che impone necessariamente e urgentemente una comprensione condivisa del senso dell'espressione e, quindi, l'elaborazione di una "tassonomia" dell'UE che fornisca definizioni unificate e che garantisca l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni sugli investimenti sostenibili<sup>34</sup>.

A questo obiettivo mira l'altro pilastro del Piano d'azione europeo, ossia il regolamento (UE) 2020/852, che istituisce un sistema unificato di classificazione della attività economiche considerate sostenibili.

Questo sistema si basa su alcuni semplici principi, ma di assai più complessa attuazione pratica.

In primo luogo vengono fissati sei obiettivi di sostenibilità (art. 9)<sup>35</sup>; quindi, si stabilisce che un'attività economica può essere considerata sostenibile se contribuisce a uno di questi obiettivi (art. 3, lett. a), se è conforme ai "criteri di vaglio tecnico" fissati dalla Commissione (art. 3, lett. d) e se rispetta i principi minimi sanciti a livello internazionale in tema di diritti umani (art. 3, lett. c)<sup>36</sup>; infine, posto che ogni attività può sotto alcuni aspetti contribuire, sotto altri nuocere alla sostenibilità, si sancisce il principio secondo cui un'attività economica non può essere considerata ecosostenibile se arreca all'ambiente più danni che benefici. In altri termini: un'attività è ecosostenibile solo se non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'art. 9 (art. 3, lett. b).

È evidente che, data la complessità e la natura altamente tecnica della creazione di un siffatto sistema di classificazione, non solo ci vorrà del tempo per un'elaborazione compiuta, ma sarà altresì necessario ricorrere al contributo

34 Come specificato dalla Commissione europea, la tassonomia è «requisito essenziale per procedere con la creazione di norme e marchi, la calibrazione dei requisiti prudenziali e l'utilizzazione di indici di riferimento relativi al basso contenuto di carbonio. La tassonomia dell'UE è inoltre complementare all'attuazione di azioni come la comunicazione societaria o la fornitura di consulenza finanziaria». "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", cit., punto 5.

35 Ai sensi dell'art. 9 i sei obiettivi sono i seguenti: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

36 Si tratta, in particolare, delle "Linee Guida" OCSE destinate alle imprese multinazionali, dei "Principi guida" delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, della "Dichiarazione tripartita" di principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale, adottata dall'ILO.

tecnico di esperti, anche al fine di aggiornarlo e tempestivamente adeguarlo alla rapida evoluzione della scienza e della tecnologia.

Circa l'aspetto temporale, il legislatore europeo opta quindi per un approccio graduale, ma al tempo stesso serrato, iniziando con la tassonomia delle attività riguardanti i primi due obiettivi ambientali entro la fine del 2021, e programmando quella relativa agli altri quattro obiettivi entro la fine del 2022.

Per quanto concerne il cuore del regolamento, ossia le modalità di elaborazione dei cc.dd. "criteri di vaglio tecnico" – cioè i parametri tecnici «granulari e calibrati» per stabilire cosa contribuisce alla sostenibilità e cosa, invece, arreca un danno significativo – da adottarsi sotto forma di "atti delegati"<sup>37</sup>, il regolamento considera «di particolare importanza» svolgere «opportune consultazioni» in linea con le procedure e le formule standard del programma "Legiferare meglio"<sup>38</sup>.

Così, in questa consueta logica "partecipativa" e di cooperazione pubblico/privato, si stabilisce che il processo di fissazione e aggiornamento dei criteri di vaglio tecnico coinvolga i pertinenti portatori di interessi e sia basato sulla consulenza di esperti di comprovata competenza ed esperienza nei settori in questione. Viene perciò istituita una "Piattaforma sulla finanza sostenibile" composta da rappresentanti sia del settore pubblico che del settore privato<sup>39</sup>, con il compito di fornire consulenza alla Commissione sullo sviluppo, l'analisi e il riesame dei criteri di vaglio tecnico (art. 20)<sup>40</sup>.

37 Il «ruolo importante» degli atti delegati e degli atti di esecuzione nel diritto dell'Unione è sottolineato nell'Accordo interistituzionale "Legiferare meglio" del 13 aprile 2016, cit., punto 26: «usati in modo efficace e trasparente e in casi giustificati, essi sono uno strumento essenziale per legiferare meglio e contribuiscono a garantire una legislazione semplice e aggiornata e un'attuazione efficace e rapida della stessa».

38 «La consultazione del pubblico e dei portatori di interesse è parte integrante di un processo decisionale ben informato e del miglioramento della qualità di tale processo. (...) la Commissione, prima di adottare una proposta, conduce consultazioni pubbliche in maniera aperta e trasparente, facendo in modo che le modalità e le scadenze di dette consultazioni permettano una partecipazione quanto più ampia possibile. In particolare la Commissione incoraggia la partecipazione diretta alle consultazioni delle PMI e di altri utenti finali, anche tramite internet. I risultati delle consultazioni del pubblico e dei portatori di interesse sono comunicati senza indugio ai co-legislatori e resi pubblici». Accordo interistituzionale "Legiferare meglio" del 13 aprile 2016, cit., punto 19.

39 Come stabilito dal considerando n. 50 «[t]ra gli esperti del settore pubblico dovrebbero rientrare i rappresentanti dell'Agenzia europea dell'ambiente, delle AEV, della Banca europea per gli investimenti e dell'Agenzia dell'Unione europea per i diritti fondamentali. Tra gli esperti del settore privato dovrebbero rientrare i rappresentanti dei partecipanti ai mercati finanziari e non finanziari e dei settori economici, in rappresentanza delle industrie interessate, nonché soggetti con competenze in materia contabile e di rendicontazione. La piattaforma dovrebbe inoltre includere esperti che rappresentino la società civile, compresi esperti con competenze nel settore ambientale, sociale, del lavoro e della governance. I partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero essere incoraggiati a informare la Commissione qualora ritengano che un'attività economica che non soddisfa i criteri di vaglio tecnico o per la quale non è ancora stato fissato alcun criterio debba essere considerata ecosostenibile, in modo da aiutare la Commissione a valutare l'opportunità di integrare o aggiornare i criteri di vaglio tecnico».

40 Per maggiori informazioni sulla Piattaforma, v. il sito [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en).

Ma non solo. Un'analogia – ma non identica – “funzione consultiva” viene assegnata anche a un altro organo già esistente e operativo dal 2018, ossia il “Gruppo di esperti degli Stati membri sulla finanza sostenibile”, al quale si conferisce ora uno status formale (art. 24)<sup>41</sup>. Chiaramente non si tratta del medesimo “Gruppo di esperti” – istituito anch'esso nell'ambito del “Piano d'azione per la finanza sostenibile”, ossia il c.d. TEG (Technical Expert Group on Sustainable Finance) – al quale succede ora Piattaforma<sup>42</sup>, bensì di un organo “ponte” tra Commissione e Stati membri per facilitare un tempestivo scambio di opinioni, e altresì incaricato, prima e durante l'adozione degli Atti delegati, di fornire consulenza alla Commissione sia sull'adeguatezza dei criteri di vaglio tecnico, sia sull'approccio adottato dalla Piattaforma per quanto riguarda la loro elaborazione.

L'impatto di questo regolamento – come è evidente – andrà ben oltre la lotta al greenwashing, implicando piuttosto un rivoluzionario cambio di rotta nei sistemi produttivi verso l'obiettivo di un'Europa climaticamente neutra entro il 2050. Tuttavia il punctum dolens – se non il vero e proprio scoglio – dell'intero sistema così concepito è la fissazione dei criteri di vaglio tecnico, senza i quali il regolamento resta lettera morta. La posta in gioco – anche questo è evidente – è altissima: il futuro del nostro Pianeta, certamente, ma anche giganteschi interessi economici e politici.

Non stupisce, quindi, che alla prova dei fatti questo sistema si sia parzialmente inceppato. Durante la breve consultazione pubblica – aperta dal 20 novembre 2020 al 18 dicembre 2020 – sul primo progetto di Atto delegato, che avrebbe dovuto diventare operativo dal 1° gennaio 2021, è pervenuto un numero di commenti tale (oltre 46.000) da costringere la Commissione al rinvio della sua adozione al fine di valutare «il volume e la natura» delle risposte ricevute. Segno inequivocabile dei malumori suscitati da una proposta basata su criteri e soglie estremamente rigidi<sup>43</sup>

41 Per maggiori informazioni sul c.d. MSEG (Member States Expert Group on Sustainable Finance), creato nell'ambito del “Piano d'azione per la finanza sostenibile” per sostenere la Commissione nella preparazione e attuazione di programmi, politiche e proposte, v. il sito [https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail\\_groupDetail&groupID=3603](https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail_groupDetail&groupID=3603).

42 Difatti, già nella Relazione alla Proposta di regolamento [2018/0178 (COD)] si prevedeva che «la Piattaforma (...) sostituirà il gruppo di esperti con compiti analoghi creato in precedenza». Per maggiori informazioni sul lavoro e sulla composizione del c.d. TEG (Technical Expert Group on Sustainable Finance) – che a sua volta ha proseguito il lavoro del (diverso) Gruppo di Esperti di alto livello sulla finanza sostenibile (c.d. HLEG: High-level Expert Group on Sustainable Finance) istituito nel dicembre 2016 (v. retro, nota 27) – v. il sito [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_it](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_it).

43 Fra i punti più contestati della proposta sulla tassonomia, vi è *in primis* la mancata considerazione del gas naturale come combustibile “di transizione”, anche quando sostituisce il carbone nella produzione di energia. Un gruppo di dieci Paesi (Bulgaria, Croazia, Cipro, Repubblica Ceca, Grecia, Ungheria, Malta, Polonia, Romania e Slovacchia) ha presentato alla Commissione europea un “documento di lavoro” esprimendo le proprie preoccupazioni sul punto. Inoltre, i criteri di vaglio tecnico finiscono col premiare una minuscola percentuale delle migliori aziende che perseguono obiettivi ambientali, mentre le imprese chiedono alla Commissione di premiare ogni azienda che raggiunga un comprovato miglioramento delle prestazioni ambientali rispetto alla media. Sulle osservazioni e le raccomandazioni formulate dalla Piattaforma sulla bozza di Atto delegato, v. la Consultation Response del 18 dicembre 2020, pubblicata sul sito [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/201218-eu-platform-on-sustainable-finance-opinion-taxonomy-delegated-act\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/201218-eu-platform-on-sustainable-finance-opinion-taxonomy-delegated-act_en.pdf). Per superare l'impasse, la soluzione

e della attuale "insostenibilità" di una transizione così repentina e radicale per il sistema produttivo europeo.

Ciò nonostante, il Piano d'azione prosegue: benché obbligata a prendere tempo sui punti più spinosi<sup>44</sup>, il 21 aprile 2021 la Commissione ha annunciato l'adozione di un ulteriore corposo "pacchetto" di misure che includono: l'Atto delegato con la prima serie di criteri di vaglio tecnico relativi ai primi due obiettivi ambientali<sup>45</sup>; una Proposta di direttiva sull'informativa in materia sostenibilità delle imprese<sup>46</sup>; sei Atti delegati modificativi relativi ai doveri fiduciari e alla consulenza in materia di investimenti e assicurazioni<sup>47</sup>.

## V. UNA CO-REGOLAMENTAZIONE SBILANCIATA? IL DECLINO DELLA "VOLONTARIETÀ" DELLA RSI.

Se certamente l'autoregolazione resta uno strumento assai efficace per governare realtà complesse, non c'è dubbio che in essa non può essere riposta una fiducia incondizionata<sup>48</sup>.

---

di compromesso appare allo stato l'elaborazione di una definizione più ampia della categoria di attività "in transizione" nell'ambito della tassonomia.

- 44 Oltre al gas naturale, per ora né escluso né incluso nella tassonomia, un'altra questione cruciale, sulla quale occorrerà trovare un delicato compromesso, riguarda l'energia nucleare. La relazione tecnica di valutazione delle possibili conseguenze nocive (principio DNSH: "do no significant harm") redatta dal *Joint Research Centre* (servizio interno di scienza e conoscenza della Commissione) è attualmente all'esame di due Gruppi di esperti indipendenti (il Gruppo di esperti sulla protezione dalle radiazioni e la gestione dei rifiuti e il Comitato scientifico per la salute, l'ambiente e i rischi emergenti sull'impatto ambientale); sulla base dei risultati di queste tre relazioni di valutazione la Commissione adotterà la sua decisione. Rinviata al prossimo Atto delegato è anche l'inclusione nella tassonomia del settore agricolo, essendo attualmente in corso negoziati interistituzionali sulla politica agricola comune.
- 45 Il campo d'applicazione del primo Atto delegato – che sarà ufficialmente adottato alla fine di maggio per poi essere esaminato dal Parlamento europeo e dal Consiglio – include settori (come l'energia, la silvicoltura, l'industria manifatturiera, i trasporti e l'edilizia) che in Europa sono responsabili di quasi l'80 % delle emissioni dirette di gas a effetto serra e ricomprende le attività economiche di circa il 40 % delle società quotate in borsa.
- 46 C.d. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che rivede, rafforza ed estende le regole della NFRD anche alle piccole e medie imprese con titoli quotati in mercati regolamentati, ad eccezione delle micro-imprese quotate.
- 47 I sei Atti modificativi sono diretti a garantire che le società finanziarie includano la sostenibilità nelle loro procedure e modelli di business (in modo che i fattori di sostenibilità siano considerati nella progettazione dei prodotti di investimento e assicurativi) e altresì nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti. In particolare, i consulenti dovranno ora ottenere informazioni non solo – come già previsto – sulla conoscenza ed esperienza di investimento del cliente, sulla sua situazione finanziaria, capacità di sopportare perdite, obiettivi di investimento e tolleranza al rischio (c.d. "valutazione di idoneità"), ma anche sulle sue preferenze di sostenibilità.
- 48 Come a più riprese ribadito a livello europeo, l'autoregolamentazione e la coregolamentazione sono da molto tempo considerate «indispensabili per assicurare una regolamentazione adeguata di attività economiche e sociali differenti» e, quindi, come «importanti strumenti complementari o supplementari dell'eteroregolamentazione (hard law), ma mai come un'alternativa ad essa». Noti sono infatti i vantaggi connessi al loro utilizzo: «eliminazione degli ostacoli al mercato unico, semplificazione delle norme, flessibilità e rapidità di applicazione, alleggerimento dei percorsi legislativi e corresponsabilità delle parti interessate». Ma parimenti noti sono anche i limiti, che «dipendono soprattutto dall'efficacia del monitoraggio e delle sanzioni, dall'incertezza circa l'adesione di tutte le parti ai codici concordati, nonché dalle condizioni di piena compatibilità con l'insieme delle norme vigenti e dei requisiti previsti da un inquadramento legislativo adeguato nel campo della salute, della sicurezza e dei servizi di interesse



Il fenomeno osservato ne è la dimostrazione concreta: la quasi totale deregolazione (hard) della responsabilità sociale delle imprese, la blanda coregolamentazione e il parallelo trionfo dell'auto-regolamentazione hanno infatti nel tempo evidenziato inefficienze nel suo esercizio tali da condurre a risultati nulli, se non controproducenti, favorendo comportamenti opportunistici (le note pratiche di greenwashing).

Si è quindi compreso che, per conferire quella credibilità necessaria al suo efficace funzionamento, la RSI non poteva sfuggire ad una più attenta e incisiva regolamentazione pubblica, restando tuttavia aperto il problema – tecnico e politico – di stabilire il “come”.

L'attesa risposta dell'Ue al riguardo è oggi chiara, ambiziosa e coraggiosa.

Del resto, non è solo una variante meramente lessicale se il ruolo delle imprese viene declassato da “guida” a “chiave”<sup>49</sup>: il legislatore si è riappropriato di un ruolo forte, di architetto del sistema, orientandolo con strumenti hard verso i fini desiderati, il che ha inevitabilmente comportato un depotenziamento dei poteri dei privati.

Ad un diritto incentivante e premiale, certamente ancora caratterizzante la RSI, si è oggi affiancato un diritto anche sanzionatorio, o quanto meno preventivo-dissuasivo: se non si comunicano – di fatto: se non si adottano – politiche in materia, si rischia di essere tagliati fuori da finanziamenti e dal mercato.

La tecnica di regolazione utilizzata è sempre la medesima, ossia un mix «intelligente di misure politiche volontarie e (...) di regolamentazione complementare», ma il potenziamento della etero-regolazione e l'impatto che essa è destinata a produrre sono tali che pare davvero difficile continuare a parlare della RSI come di un fenomeno “volontario”: questa tradizionale peculiarità appare oggi a tal punto svilita da risultare quasi evanescente, trattandosi a ben vedere di una scelta ormai di fatto imposta, almeno per le imprese operanti in Europa.

Ma poiché l'efficacia della nuova strategia resta tutta da verificare sul campo, viene da chiedersi se, forse, questa netta escalation di vincoli e questa decisa accelerazione della tempistica non siano eccessive.

Ferma restando la totale condivisibilità degli obiettivi perseguiti, e altresì dell'idea di puntare sul mercato dei servizi finanziari ai fini di una conversione ESG delle attività economiche svolte nell'Unione, tuttavia non si può fare a meno di

---

generale». Così il Parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema “Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE” del 22 aprile 2015, cit., punto 4.10, lett. f.

49 V. retro, par. I, testo e note 7 e 8.

esprimere alcune preoccupazioni sulle potenziali ricadute complessive di queste regole, la cui applicazione appare, allo stato, molto complicata e, soprattutto, molto costosa.

Così, ad esempio, in relazione al SFDR, ci si interroga se la conformità ai nuovi obblighi di informativa ESG, in aggiunta a quelli di disclosure e di condotta già esistenti, possa realmente migliorare l'informativa degli investitori, che saranno destinatari di una mole enorme di informazioni precontrattuali, con il rischio, quindi, di non essere adeguatamente considerate e/o comprese<sup>50</sup>. Fonte di incertezze è poi la distinzione fra "prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali" e "prodotti aventi come obiettivo investimenti sostenibili", e il concetto stesso di "investimento sostenibile", in relazione al quale si rileva la vaghezza del principio del "non arrecare un danno significativo" e la necessità di fornire ulteriori chiarimenti e indicazioni in merito alla corretta interpretazione e applicazione del regolamento<sup>51</sup>. A ciò si aggiunge la difficoltà e l'onerosità per le imprese, specie se medio-piccole, di reperire tutte le dettagliate informazioni richieste dalla regolamentazione per fornirle a chi su di loro dovrebbe investire.

Perplexità ancor maggiori suscita il Taxonomy Regulation che, per quanto apprezzabile negli intenti, rischia di trasformarsi in boomerang. Da un lato, infatti, esso potrebbe determinare un accentramento degli investimenti verso quelle pochissime aziende oggi in grado non solo di svolgere attività economiche compliant con i criteri di vaglio tecnico, ma anche di ottemperare ai nuovi obblighi di trasparenza e di far fronte ai relativi costi, che rischiano di tradursi, in definitiva, in uno svantaggio competitivo rispetto alle imprese extra-UE. Dall'altro lato, nell'ipotesi in cui la Commissione sia "costretta" ad abbassare quei criteri, vi è il rischio che in tal modo si finisca per favorire proprio ciò che l'intervento intendeva scongiurare, cioè il perpetuarsi di pratiche di greenwashing.

E ancora: da più parti si rileva un apparente scollamento tra regole di ESG disclosure, regole sulla tassonomia green e regole per la dichiarazione non finanziaria, che sembrano richiedere una rendicontazione separata su una varietà di indicatori correlati ma non allineati. Al riguardo è quindi auspicabile che il

50 In tal senso, AMATO, G., PIEROTTI, N., BENVENUTO, R.: "Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la 'sfida' delle sustainability disclosures", <http://www.dirittobancario.it/news/finanza/regolamento-sfrd-e-norme-tecniche-di-attuazione-la-sfida-delle-sustainability-disclosures>, 15 marzo 2020, che evidenziano il rischio di uno «forzo di conformità sproporzionato se non inutile, talvolta».

51 Cfr. ancora AMATO, G., PIEROTTI, N., BENVENUTO, R.: "Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione", cit. Da ultimo v. la Comunicazione "Orientamenti tecnici sull'applicazione del principio 'non arrecare un danno significativo' a norma del regolamento sul dispositivo per la ripresa e la resilienza" del 12 febbraio 2021, COM (2021) 1054 fin., che tuttavia, come si evince dal titolo, fornisce orientamenti tecnici che si limitano a definire le modalità di applicazione del principio DNSH ("do no significant harm") esclusivamente nel contesto dell'RRF (Regolamento sul dispositivo per la ripresa e la resilienza nella versione concordata a livello politico tra il Parlamento europeo e il Consiglio nel dicembre 2020, 2020/0104 COD).

regolatore europeo fornisca un quadro coerente e uniforme sulle modalità di funzionamento di ciascuna disclosure insieme alle altre.

Nell'attesa, le imprese direttamente coinvolte hanno iniziato ad attrezzarsi per rispondere ai nuovi obblighi, mentre il nostro legislatore ha già posto le basi per la creazione di un "Sistema volontario di certificazione ambientale per la finanza sostenibile" al fine di valutare la natura ecosostenibile dei progetti di investimento pubblici o privati, in coerenza con le nuove regole<sup>52</sup>.

In questo quadro perennemente mutevole, è agevole constatare che il fenomeno osservato costituisce uno dei molteplici sviluppi delle intuizioni del Maestro: se indubbiamente le tecniche di governo di realtà (e di sfide) complesse non possono più prescindere da un rilevante coinvolgimento dei privati nei processi di produzione delle regole<sup>53</sup>, al tempo stesso si conferma la necessità di un ruolo più incisivo del regolatore pubblico. È infatti evidente che la diffusa presenza di "autorità private" nell'era della sostenibilità non assicura affatto che queste operino «in posizione di sostanziale parità», che costituisce la condicio sine qua non affinché «quella concordata» possa effettivamente rappresentare «la soluzione ottimale»<sup>54</sup>.

---

52 I commi 743-746, legge bilancio 2021, recano norme in materia di certificazione ambientale per la finanza sostenibile: in particolare, si istituisce presso il Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare il "Sistema volontario di certificazione ambientale per la finanza sostenibile", cui ciascun soggetto, pubblico o privato, può accedere su base volontaria; si demanda a una delibera del Comitato interministeriale per la programmazione economica, su proposta del Ministro dell'Ambiente, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, la definizione – in via sperimentale – di indicatori volti a misurare il grado di sostenibilità ambientale e la natura ecosostenibile dei progetti di investimenti nonché le modalità di calcolo degli stessi, «tenuto conto dei criteri di vaglio tecnico adottati dalla Commissione europea in materia». Inoltre si istituisce, presso il Ministero dell'Ambiente, il Comitato per la finanza ecosostenibile con il fine di esaminare le richieste e rilasciare la certificazione ambientale, definendone la composizione e demandando a un DPCM la determinazione delle modalità di funzionamento, ivi compresi i compensi per i componenti.

53 In linea, del resto, con il Target 16.7 dell'Agenda 2030: "Garantire un processo decisionale responsabile, aperto a tutti, partecipativo e rappresentativo a tutti i livelli".

54 Così BIANCA, C.M.: *Le autorità private*, cit., p. 79, in relazione agli accordi di categoria, rilevando che una «regolamentazione legislativa inderogabile può presentare il rischio di una eccessiva rigidità rispetto alla specialità del rapporto e alle particolari esigenze settoriali», e ravvisando quindi la «soluzione ottimale» in quella «concordata dalle stesse categorie interessate in posizione di sostanziale parità».

## BIBLIOGRAFIA

AMATO G., PIEROTTI N., BENVENUTO R.: "Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la "sfida" delle sustainability disclosures", <http://www.dirittobancario.it/news/finanza/regolamento-sfrd-e-norme-tecniche-di-attuazione-la-sfida-delle-sustainability-disclosures>, 15 marzo 2020.

BELLISARIO, E.: La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata, Giappichelli, Torino, 2012.

BELLISARIO, E.: "La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata", *Danno e resp.*, 2013, p. 809 ss.

BELLISARIO, E.: "Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il d.lgs. n. 254/2016 di attuazione della dir. 2014/95/UE", *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, I, p. 19 ss.

BIANCA, C.M.: Le autorità private, con presentazione di Pietro Rescigno, Jovene, Napoli, 1977.

MARRELLA, F.: "Imprese transnazionali e diritti umani", in AA.VV.: Il libro dell'anno del diritto, Treccani, Roma, 2019, p. 721 ss.

NUZZO, M. (a cura di): Il principio di sussidiarietà nel diritto privato, Giappichelli, Torino, 2014.

SIRENA, P. e ZOPPINI, A. (a cura di): I poteri dei privati e il diritto della regolazione. A quarant'anni da "Le autorità private" di C.M. Bianca, RomaTrE-Press, Roma, 2018.