

COMMENTI ASSONIME SUI TEMI DELLA CONSULTAZIONE EUROPEA SULLA STRATEGIA RINNOVATA PER UNA FINANZA SOSTENIBILE

La consultazione pubblica promossa dalla Commissione Europea sulla strategia rinnovata per la finanza sostenibile si propone di raccogliere le opinioni di tutti gli interessati per contribuire alla definizione delle politiche e delle iniziative future in materia. La consultazione prende le mosse da una serie di iniziative già avviate dalla Commissione con il Piano d'Azione per la finanza sostenibile del 2018¹.

L'esigenza di definire una nuova strategia si inserisce nel quadro dell'*European Green Deal* del gennaio 2020 (e del conseguente Piano di investimenti per un'Europa sostenibile) e mira a favorire il finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile e a migliorare la resilienza dell'economia, delle società e dei cittadini. Questa esigenza risulta rafforzata dalla crisi conseguente alla diffusione del COVID-19, che ha avuto un impatto deflagrante sull'economia e sulla società europee. La Commissione europea ha infatti proposto, nel maggio del 2020, un massiccio piano per la ripresa che punta a sfruttare appieno il potenziale del bilancio dell'UE (*EU Recovery Plan – Next Generation EU*) per contribuire a riparare i danni economici e sociali causati dalla pandemia di coronavirus, rilanciare la ripresa europea, proteggere l'occupazione e creare posti di lavoro.

Il documento di consultazione è costituito da un questionario ampio e articolato, diviso in due sezioni:

a) la prima, rivolta a tutti gli stakeholders, con domande su come rendere il settore finanziario e l'economia più sostenibili, sulla necessità di adottare politiche ulteriori per accelerare la transizione e sulla consapevolezza degli investitori sulla sostenibilità dei propri investimenti;

b) la seconda sezione, rivolta a operatori del mercato ed esperti, si incentra su:

b1) come creare una solida base per la finanza sostenibile; in particolare, il documento affronta questioni legate alla rendicontazione societaria e alla trasparenza; agli standard contabili; alle ricerche e rating di sostenibilità; alla definizione di standard e marchi di sostenibilità per i prodotti finanziari; alle infrastrutture dei mercati dei capitali; alla corporate governance e all'impegno degli investitori;

b2) come aumentare le opportunità per i cittadini, le istituzioni finanziarie e le imprese di rafforzare la sostenibilità; in particolare, si trattano questioni relative a come misurare l'impatto della finanza sostenibile sull'economia reale; alle opportunità e rischi della digitalizzazione; a come incentivare l'offerta di prodotti sostenibili; a come promuovere la finanza sostenibile a livello globale;

b3) come ridurre e gestire i rischi climatici e ambientali; in particolare, vengono rivolte domande sull'opportunità di sviluppare una tassonomia "*brown*" per le attività che provocano danni

¹ Tra queste si ricordano: il Regolamento sulla Tassonomia, il Regolamento 2019/2088, l'aggiornamento delle linee guida sulle *non financial information* relative al clima (giugno 2019), l'istituzione del Lab Efrag sulle informazioni non finanziarie; la pubblicazione dello studio sul dovere di *due diligence* sulla *supply chain* (febbraio 2020); lo studio (avviato ma non ancora pubblicato) sui doveri degli amministratori nel contesto della sostenibilità dell'impresa e della *corporate purpose*).

significativi all'ambiente; di incorporare i rischi ESG nella regolamentazione prudenziale; di modificare le disposizioni sui doveri fiduciari e *risk management* al fine di considerare e integrare l'impatto sulla sostenibilità (*negative externalities*) nelle decisioni di investimento; di valutare iniziative di standardizzazione dell'"impronta ambientale".

Le domande sono numerose (100) e tra loro disomogenee. Alcune meriterebbero una riflessione sistematica e articolata, come ad esempio quelle relative ai doveri degli amministratori o alle misure da adottare per contrastare lo *short-termism* dei mercati: temi che non si prestano ad essere affrontati negli spazi di risposta previsti da un questionario. Altre intervengono su materie che sono state recentemente oggetto di iniziative da parte delle istituzioni europee, come ad esempio quelle relative alla direttiva sull'informativa non finanziaria (oggetto di consultazione per la revisione proprio quest'anno) e sul quadro giuridico di riferimento per l'esercizio del diritto di voto e per l'*engagement* degli investitori, oggetto della direttiva 2017/828 (SHRD II), non ancora pienamente attuata. Altre ancora rinviano a consultazioni imminenti o appena avviate, come ad esempio quelle in materia di *green bond* e di protezione degli investimenti.

In questo documento, abbiamo scelto di concentrare le nostre riflessioni solo su alcune domande poste dal questionario, privilegiando quelle suscettibili di avere un impatto più immediato e diretto sulla vita delle società, quotate e non quotate.

In particolare, nella nostra risposta, ci concentreremo sulle domande relative ai temi (i) dell'informativa societaria, finanziaria e non finanziaria, (ii) dei mercati, (iii) della corporate governance e (iv) della protezione degli investimenti.

Non commentiamo in modo specifico invece le domande settoriali (ad esempio quelle relative al *financial stability risk*), in quanto la nostra base associativa è intersettoriale, e le domande generali introduttive, poiché dal presente documento emerge la nostra posizione generale in materia di sostenibilità dell'attività di impresa e relativa regolamentazione. Le risposte al questionario posto in consultazione devono essere lette congiuntamente al presente documento.

Prima di entrare nel merito dei singoli temi, vorremmo però formulare alcune osservazioni di carattere generale.

La sostenibilità, in tutte le sue declinazioni, è un tema centrale per le imprese proprio in ragione della sua pervasività, che si riflette su tutti i profili dell'attività – organizzativi, di business, di finanziamento. È un tema in evoluzione, che ha avuto sicuramente un'accelerazione negli ultimi mesi a causa della pandemia. Appare allora particolarmente importante accompagnarlo e guidarlo con un quadro regolamentare adeguato e, soprattutto, flessibile, per lasciare spazio a soluzioni autonome e di mercato, e per non imprigionare queste spinte spontanee in soluzioni vincolanti. In questa prospettiva, riteniamo che sia di fondamentale importanza prevedere che qualsiasi intervento regolamentare tenga conto dell'esigenza di non creare un quadro giuridico eccessivamente complesso e riposi su una valutazione di impatto volta a determinare se qualsiasi proposta nuova, o di modifica della disciplina esistente, raggiunga l'obiettivo di policy nel modo che

è meno oneroso per i mercati, gli operatori e gli utenti finali². Infine, appare necessario che le iniziative in materia di sostenibilità siano inserite in un contesto più ampio e portate avanti coerentemente con le iniziative per la creazione della *Capital Markets Union* e per l'effettiva attuazione dell'*EU Recovery Plan*.

(i) Informativa societaria

Il database unico per la divulgazione delle informazioni non finanziarie

La consultazione si occupa dei temi della divulgazione al pubblico delle informazioni in materia non finanziaria. In particolare, si solleva il problema di sviluppare un database unico che raccolga e consenta la consultazione gratuita delle informazioni ESG (Q14).

Al fine di migliorare l'accessibilità delle informazioni non finanziarie, la creazione di un database unico che raccolga e consenta la consultazione pubblica e gratuita delle informazioni ESG è un'idea da accogliere con favore.

La sua configurazione deve però rispettare alcuni principi che consentano di coniugare le legittime esigenze informative dei destinatari con l'obiettivo di non creare oneri ingiustificati per le imprese.

In primo luogo, il database deve essere il punto di raccolta delle informazioni non finanziarie che sono già pubblicate dalle imprese, in base alla disciplina della direttiva 2014/95 sugli obblighi in materia di informazioni non finanziarie. Esso non può invece comportare obblighi di diffondere ulteriori informazioni in materia. Come chiarito anche nel documento di consultazione, infatti, la finalità di tale iniziativa deve essere quella di facilitare, attraverso un unico canale a livello europeo, il reperimento di informazioni che pur essendo pubblicate possono essere difficilmente rintracciabili.

Tale database inoltre dovrebbe essere realizzato ispirandosi ai principi già adottati a livello europeo in tema di sistema di interconnessione dei registri delle imprese (ex art. 22 della direttiva 2017/1132 e del connesso regolamento di esecuzione 2015/884). Si dovrebbe trattare in sostanza di un'infrastruttura tecnologica che mette in collegamento i vari sistemi di pubblicità delle informazioni che devono essere pubblicate ai sensi della direttiva 2014/95, senza comportare alcuna forma di invio o deposito ulteriore per le imprese rispetto a quelle già previste in base alla direttiva 2014/95.

Rilevazione in bilancio dei rischi ambientali

La consultazione si occupa poi del tema dell'adeguatezza dei principi contabili internazionali a rilevare e misurare gli investimenti sostenibili e a lungo termine. La questione nasce dalle riflessioni in merito alla capacità delle regole di svalutazione e ammortamento di tener pienamente conto della potenziale perdita futura di valore delle società che oggi estraggono, distribuiscono o dipendono fortemente dai combustibili fossili, a causa del potenziale futuro rallentamento delle loro

²HLF CMU Report

attività. Partendo da queste indicazioni, la consultazione chiede se ci siano ulteriori aree nei principi contabili internazionali che possono ostacolare l'adeguata e tempestiva rilevazione nonché la coerente misurazione dei rischi climatici e ambientali (quali le regole di *impairment* e svalutazione, le passività potenziali) (Q16).

A nostro avviso, le attuali regole contabili già consentono di tener conto di tutti i potenziali rischi, ivi compresi quelli relativi al clima, che risultino materiali per i fruitori dell'informativa finanziaria.

A titolo di esempio, i rischi legati ai cambiamenti climatici possono costituire un indicatore di deterioramento di un'attività o un gruppo di attività tale da influenzare i flussi futuri finanziari in entrata e in uscita utilizzati per il calcolo del valore recuperabile ai sensi dello IAS 36. Sempre i rischi legati ai cambiamenti climatici possono avere un impatto sulla vita utile degli asset iscritti da rilevare ai sensi degli IAS 16 e 38. Per quanto riguarda le informazioni da fornire in ordine alle passività potenziali (ai sensi dello IAS 37), i rischi relativi al cambiamento climatico possono influenzare la stima delle previsioni in materia.

In conclusione, non sembra che l'attuale quadro di regole contabili possa costituire un ostacolo alla rilevazione in bilancio dei rischi ambientali materiali per l'informativa finanziaria.

(ii) I rating e le ricerche in materia di sostenibilità

Nell'ambito della consultazione la Commissione europea dedica una sezione delle domande alle attività di ricerca e *rating* in materia di sostenibilità.

La consultazione chiede, in particolare, una valutazione complessiva della qualità e della affidabilità dei dati, delle ricerche e dei *rating* in materia di sostenibilità, così come del mercato dei diversi fornitori di tali informazioni (concentrazione dei *providers*) (Q17-21).

Nella sua struttura sintetica, il documento di consultazione sollecita una valutazione relativamente sommaria delle ricerche e dei giudizi di merito offerti dai diversi attori del mercato, mentre non considera alcuni ulteriori aspetti significativi per le società che sono oggetto di valutazione.

Oltre al problema della concentrazione del mercato dei *providers* di tali giudizi, riteniamo che la Commissione dovrebbe porre particolare attenzione al tema dell'affidabilità e della diversità dei *rating* e delle ricerche attualmente presenti sul mercato.

Il panorama delle ricerche e dei *rating* in materia di temi ambientali, sociali e di *governance* (ESG) è molto variegato: l'ambito delle analisi condotte differisce, infatti, sia nella tipologia delle informazioni selezionate per la valutazione della sostenibilità dell'impresa sia nel peso che ciascun *provider* attribuisce ai singoli temi oggetto di valutazione. Questa ampia discrezionalità di scelta e di richiesta di informazioni dei provider non tiene conto (e non valorizza adeguatamente) sia la crescente mole di obblighi di *disclosure* sempre più dettagliati in materia ambientale e sociale, posti a carico delle imprese europee (es. DNF), sia l'evoluzione della prassi informativa in materia di misure di *governance* concretamente adottate (es. relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari).

Al contempo, la pluralità e la scarsa comparabilità dei giudizi emessi rischiano di inondare il mercato di informazioni che non rappresentano adeguatamente l'effettivo impegno delle imprese in materia di sostenibilità. La diversità di pesi e misure in materia studi e *rating* in materia di ESG comporta, infatti, un alto tasso di variabilità dei giudizi emessi che si manifesta in una scarsa coerenza dei rapporti che ciascun *provider* pubblica con riferimento alla medesima società: come efficacemente presentato nel recente studio di F. Berg et alii, [*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*](#), 2019, la correlazione tra giudizi di *rating* ESG oscilla tra lo 0,42 e lo 0,73 (rispetto allo 0,99 dei *rating* sul merito creditizio). In questa prospettiva, iniziative di autodisciplina da parte dei provider di *rating*, sulla falsariga delle iniziative adottate recentemente dall'industria dei proxy advisors, sarebbero auspicabili.

Un secondo aspetto che meriterebbe maggiore considerazione è la qualità del dialogo tra i *provider* dei giudizi in materia di ESG e le società le cui informazioni sono oggetto di valutazione. Se da un lato, nella prassi spesso l'analisi dei provider si basa su informazioni e dati raccolti attraverso la compilazione di questionari inviati alle società, con scarsa valorizzazione delle informazioni che le stesse già forniscono al mercato, dall'altro lato, la valutazione dei parametri ambientali, sociali e di *governance* non tiene adeguatamente in considerazione le specificità del contesto legislativo e autodisciplinare in cui l'impresa opera. Al riguardo, sarebbe opportuno stimolare le agenzie del *rating* ESG a una maggiore personalizzazione degli studi e delle valutazioni che potrebbe trarre beneficio non solo dal *reporting* delle imprese ma anche da una interlocuzione più aperta e trasparente con le stesse. Al momento, infatti, le possibilità di un confronto diretto tra imprese e *provider* sono limitate sia nella fase di raccolta sia nella fase di valutazione delle informazioni ottenute.

Un terzo aspetto che meriterebbe adeguata considerazione è quello relativo alla gestione dei conflitti di interesse e della trasparenza degli altri servizi offerti dai diversi *provider* di ricerche e *rating* in materia di ESG. Un tema che è al momento parzialmente coperto dalla disciplina delle agenzie di *rating* creditizio (categoria cui appartengono i principali *provider* di *rating* ESG) – la cui possibile evoluzione è stata oggetto di analisi e raccomandazioni dell'ESMA che ha espresso un articolato parere negativo circa l'opportunità di un intervento legislativo ([*ESMA Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market*](#), 2019, p. 34) – e che è già oggetto di uno specifico studio avviato dalla Commissione europea nell'ambito della consultazione 2019 dedicata alle strutture di mercato, ai *provider* e al loro ruolo di intermediari tra società e investitori, i cui esiti saranno noti nel secondo semestre del 2020.

Tutto ciò premesso, se da un lato l'intrinseca diversità dei fattori ESG rende inopportuna, se non impossibile, una standardizzazione granulare dei tutti gli elementi rilevanti per la sostenibilità dell'impresa, dall'altro lato la diffusione e l'influenza degli studi e dei *rating* di sostenibilità rende necessaria una valutazione complessiva e approfondita del fenomeno da parte della Commissione europea, volta a favorire lo sviluppo e la maturazione di *best practice* del mercato prima di prevedere l'adozione di regole vincolanti.

Considerata la fase ancora preliminare della loro evoluzione – testimoniata anche dal fatto che i principali *provider* di *rating* ESG sono le stesse agenzie che forniscono il *rating* creditizio e che sono

già soggette a una disciplina europea – e anche al fine di evitare il rischio di una *over-reliance* già sperimentata nell’ambito del *rating* creditizio, qualsiasi intervento legislativo diretto in materia potrebbe essere al momento eccessivo e potenzialmente dannoso.

(iii) Mercati

Green Bond

Il tema dei green bond (obbligazioni verdi) è stato già affrontato nell’ambito del Piano d’Azione del 2018, dove si rappresentava l’esigenza di consentire alle entità (imprese, banche, organizzazioni governative, ecc.) di contrarre prestiti presso gli investitori al fine di finanziare o rifinanziare i progetti, gli attivi o le attività “verdi”. Il Piano d’Azione prevedeva dunque l’elaborazione di un rapporto da parte del TEG (*Technical Expert Group on Sustainable Finance*) sui contenuti di un possibile standard europeo, pubblicato nel giugno 2019.

Il Piano d’Azione, così come il rapporto del TEG e il presente documento di consultazione che su esso si basa, si riferiscono sostanzialmente a *bond* qualificabili come *green* in relazione ai singoli progetti per i quali vengono emessi. Si declinano dunque le caratteristiche di sostenibilità che i progetti devono avere per essere sostenibili e ci si interroga sul ruolo dei ‘verificatori’ esterni di tali caratteristiche. Manca però una prospettiva più di sistema e ‘olistica’: nella misura in cui si richiede alle imprese di integrare i criteri di ESG nelle proprie strategie di business, limitare la classificazione di ‘*green bond*’ solo al finanziamento di specifici progetti può apparire riduttivo e rischia di limitare l’accessibilità delle imprese alle massicce risorse che saranno messe a disposizione dall’*EU Recovery Fund*. Su questo tema, sarebbe opportuno aprire una riflessione più ampia di quella avviata con la presente consultazione e con quella appena pubblicata in materia di green bond.

Il documento di consultazione, basandosi sulle raccomandazioni del TEG, chiede tra l’altro: i) se occorra procedere ad autorizzare e accreditare i soggetti verificatori delle informazioni contenute nei *green bond* e assoggettarli alla supervisione dell’ESMA; ii) se la Commissione europea non debba in futuro regolare tale disciplina; iii) se nel caso in cui debba essere pubblicato un prospetto sia necessario richiedere informazioni supplementari; iv) se sia necessario che vengano sviluppati standard europei per prestiti e bond legati alla sostenibilità; v) se le infrastrutture di mercato esistenti siano sufficienti per supportare l’emissione e la liquidità di strumenti finanziari legati alla sostenibilità o se sia invece necessario creare nuovi mercati o segmenti (Q22-34).

Con riguardo al primo profilo, riteniamo che la disciplina della sostenibilità in generale, e dei *green bond* in particolare, sia ancora troppo nuova e in fieri per orientarsi su scelte così rigide come quelle prefigurate (sia in termini di vigilanza dell’ESMA, sia in termini di interventi di regolamentazione europea). Ferma restando la necessità che tali soggetti siano essere dotati di adeguati requisiti di professionalità e competenza, riterremmo opportuno lasciare, in questa fase, flessibilità.

Con riguardo al contenuto del prospetto, le informazioni attualmente richieste dal Regolamento Prospetto e dagli atti delegati sull’emittente e sull’offerta sono, a nostro avviso, sufficienti ad assicurare la trasparenza necessaria. Ci riferiamo, in particolare, all’indicazione dell’utilizzo dei

ricavi. In ogni caso, qualora, in una valutazione caso per caso, le Autorità di vigilanza competenti ritenessero che tali informazioni non fossero sufficienti, avrebbero sempre il potere di chiedere informazioni supplementari.

Quanto alla necessità di sviluppare standard europei per i *sustainability bond*, si ricorda che l'ICMA (*International Capital Market Association*) ha di recente pubblicato delle *guidelines* a tale riguardo³. In questa fase riteniamo sia più opportuno adottare un approccio prudente e valutare anche l'impatto di iniziative nate o che nasceranno dal mercato.

Con riferimento, infine, alla questione se le infrastrutture di mercato esistenti siano sufficienti per supportare l'emissione e la liquidità di strumenti finanziari legati alla sostenibilità o se sia invece necessario creare nuovi mercati o segmenti (Q35-37), crediamo che le infrastrutture esistenti siano sufficienti (in Italia i *green bond* sono attualmente negoziati sia su mercati regolamentati che su MTF i cui gestori promuovono iniziative volte a dare visibilità, nella community finanziaria, agli emittenti e agli strumenti finanziari sostenibili da questi emessi); al contrario crediamo che la creazione di nuovi mercati o segmenti potrebbe portare a una ulteriore frammentazione della liquidità.

(iv) Corporate governance e rapporti con gli azionisti

Nella sezione dedicata alle misure di *corporate governance*, il documento di consultazione non sembra tenere in adeguata considerazione il quadro normativo europeo né l'evoluzione delle *best practice* da parte delle società quotate europee. Al contempo, la struttura del questionario spesso non consente una adeguata modulazione e articolazione delle risposte: ad esempio, il campo note che consente una migliore elaborazione delle ragioni della risposta è irragionevolmente legato soltanto alle risposte positive alle proposte di ulteriori regole sulla remunerazione degli amministratori (cfr. Q40-41) e sull'*engagement* degli investitori sui temi di ESG (cfr. Q 43-43-44).

Remunerazioni

Rispetto alle domande Q40-41, riteniamo che le proposte relative all'introduzione di regole vincolanti e dettagliate sulle componenti variabili delle remunerazioni degli amministratori siano del tutto inopportune rispetto alla corrente previsione delle Direttiva 2017/828/UE (ancora in fase di implementazione) nella parte in cui essa già impone un obbligo di trasparenza sulle politiche e le prassi remunerative delle società quotate, anche con riferimento ai parametri non finanziari che siano rilevanti per l'attività di impresa, prevedendo già un rafforzamento dei diritti di *voice* degli azionisti su queste materie.

L'inopportunità di un intervento vincolante in tal senso emerge anche dalla evoluzione delle prassi di *corporate governance*. Da un lato, i codici di *corporate governance* dei principali Stati membri hanno risposto attivamente alle sollecitazioni europee in materia di *best practice* remunerative

³ <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Sustainability-Bonds-Guidelines-June-2018-270520.pdf>

(Raccomandazioni europee nn. 2004/913/CE, 2009/385/CE, 2009/386/CE) e hanno raccomandato, nell'ultimo biennio, la definizione di remunerazioni legate prevalentemente a obiettivi di lungo termine, ivi inclusi quelli di natura non finanziaria ove rilevanti per l'attività di impresa (es. [Codice italiano di Corporate Governance](#), edizione 2020, art. 5). Dall'altro lato, anche le prassi di mercato delle singole società dimostrano una crescente attenzione delle imprese all'integrazione dei fattori ESG nelle proprie politiche per la remunerazione degli amministratori e del *top management*. Dalle ricerche condotte da Assonime sulle società quotate italiane a più elevata capitalizzazione emerge la *best practice* – precedente alla implementazione di regole vincolanti – di integrare nelle proprie politiche gli obiettivi di performance non finanziaria considerati rilevanti nelle strategie dell'impresa (cfr. [Intervento Assonime 9/2019](#)). Al contempo, dalla medesima analisi emerge la diversificazione dei parametri non finanziari utilizzati, e talvolta una sovrapposizione tra parametri finanziari e non finanziari (es. parametri legati a obiettivi di *business*), che testimonia la complessità della materia e l'inopportunità – e il rischio di effetti distorsivi – di una imposizione vincolante di specifici parametri ESG sia nelle strategie dell'impresa che nella determinazione delle politiche retributive degli amministratori e del *top management*.

Engagement

Le medesime ragioni di opportunità di valorizzazione del quadro legislativo e delle *best practice* esistenti (e in corso di evoluzione) giustificano le nostre risposte negative alle domande Q. 42-43-44 relative alle ipotesi di un eventuale intervento legislativo volto a rafforzare l'*engagement* degli investitori per stimolare le imprese verso una maggiore attenzione alle strategie di lungo termine e alla considerazione dei fattori ESG a tal fine rilevanti.

Su questi temi riteniamo, infatti, che il quadro legislativo – risultante dalle riforme europee della SHRD I e II e della Direttiva sulle informazioni non finanziarie – già risponda pienamente agli obiettivi della Commissione europea di stimolare la partecipazione attiva degli azionisti (per l'*attendance* in Italia, v. [Consob, Annual Corporate Governance Report, 2019](#), Tab. 3.1.), di offrire a questi ultimi adeguati ed efficaci strumenti di *voice* e, al contempo, di fornire ai soci e al mercato adeguata informativa sugli impegni presi e sulle attività svolte delle imprese in materia di sostenibilità (es. DNF). L'insieme di questi elementi ha favorito nelle recenti stagioni assembleari una partecipazione attiva e informata degli azionisti, inclusi i fondi con politiche di gestione che riservano una particolare attenzione alla trattazione dei temi ambientali ed etici, e che ha trovato nel quadro attuale adeguati strumenti di dialogo con la società (es. diritto di porre domande, diritto di intervento).

In particolare, non condividiamo la proposta relativa all'espressione di un voto assembleare sulle strategie e sulle *performance* ambientali e sociali dell'impresa. Riteniamo infatti che la definizione delle strategie, anche in materia ambientale e sociale della società, rientri nella competenza gestoria esclusiva dell'organo amministrativo.

Al contempo, ricordiamo che anche in questo campo i principali codici di *corporate governance* europei raccomandano alle società quotate di curare adeguatamente il dialogo con gli azionisti

lungo l'intero esercizio sociale, dunque anche fuori dal momento assembleare; una spinta verso un dialogo aperto che è spesso legata a una rinnovata attenzione dei codici di corporate governance verso il perseguimento da parte dell'impresa di obiettivi di lungo termine che tengano conto anche dei fattori ESG a tal fine rilevanti. In Italia, il nuovo [Codice di Corporate Governance](#) (edizione 2020) adotta, ad esempio, un approccio integrato (art. 1) tra le strategie di lungo termine, il perseguimento del successo sostenibile dell'impresa e il dialogo con gli azionisti e con tutti gli *stakeholder* a tal fine rilevanti.

In generale, e a prescindere dalle singole domande, la sezione del documento di consultazione dedicata alla corporate governance e all'*engagement* pare trascurare l'evoluzione delle *best practice* in materia di sostenibilità dell'impresa e, in particolare, dei codici di *corporate governance* sviluppati e saldamente integrati nella prassi applicativa delle società (italiane ed europee) quotate sul mercato europeo e internazionale (cfr. per l'Italia la [Relazione annuale 2019 del Comitato italiano per la Corporate Governance](#); [Note e Studi Assonime-Emittenti Titoli 2/2020](#), che testimoniano non solo l'adesione al Codice da parte di oltre il 90% delle società quotate, ma anche un elevato livello di *compliance* rispetto alle sue principali raccomandazioni).

Nell'arco dell'ultimo biennio i principali codici di *corporate governance* europei (es. Francia, Germania, Italia, Belgio, Spagna) hanno rafforzato gli obiettivi di lungo termine e di sostenibilità dell'attività di impresa, erigendoli a principi fondanti che dovrebbero guidare il consiglio di amministrazione nella definizione delle strategie dell'impresa – tenendo conto, attraverso il dialogo, degli interessi di azionisti e *stakeholder* rilevanti – e che dovrebbero poi declinarsi nella definizione dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi così come nella definizione delle remunerazione dei propri amministratori e *top manager* (cfr. [Codice italiano di Corporate Governance](#), edizione 2020).

Tenendo conto della risposta proattiva delle imprese, testimoniata non solo dall'evoluzione dei codici di *corporate governance* ma anche dai monitoraggi condotti sulla loro concreta applicazione (cfr. [www.ecgcn.org](#), [Common statement dei presidenti dei comitati di Francia, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito e Svezia](#)), e in continuità con lo spirito della [Raccomandazione della Commissione del 9 aprile 2014 sulla qualità dell'informativa sul governo societario \(principio «rispetta o spiega»\)](#), riteniamo opportuno che qualsiasi ulteriore intervento nelle misure di *corporate governance* rispetto all'obiettivo della sostenibilità dell'impresa nel lungo termine sia preceduto da un dialogo con i principali *standard setter* europei (i comitati dei codici di *corporate governance*) e da una adeguata considerazione dei monitoraggi condotti a livello nazionale sulla concreta applicazione delle *best practice* raccomandate dai codici.

Interessi degli stakeholder e decisioni del board

Nell'esame delle possibili evoluzioni in materia di *corporate governance* il documento di consultazione dedica una domanda (Q. 46) all'opportunità di favorire ulteriormente l'integrazione dei fattori ESG nel processo decisionale degli amministratori. Il documento di consultazione non consente una risposta articolata e meriterebbe una più attenta considerazione, che non ha trovato

spazio nemmeno nel questionario avviato per conto della Commissione europea in materia di doveri fiduciari degli amministratori e di *corporate purpose*. Le iniziative del legislatore europeo (Direttiva sulle informazioni non finanziarie e Seconda Direttiva sui diritti degli azionisti, cd. SHRD II) e lo sviluppo dei codici di *corporate governance* dei principali paesi europei (v. par. *supra*) stanno già delineando una progressiva evoluzione del modello europeo di impresa, incentivando il perseguimento di obiettivi di lungo termine e l'integrazione dei fattori ambientali e sociali rilevanti nelle scelte gestionali e ampliando, di conseguenza, i compiti e le responsabilità dei consigli di amministrazione. Questa evoluzione è già in essere nelle principali società quotate sul mercato europeo che dimostrano nella definizione dei piani strategici, della gestione dei rischi e nella remunerazione degli amministratori una maggiore attenzione anche agli interessi degli *stakeholder* che sono rilevanti per la sostenibilità e la *performance* dell'impresa nel lungo termine.

Si tratta di una progressiva evoluzione del modello di impresa che merita di essere adeguatamente considerata e supportata, valorizzando, in particolare, l'evoluzione delle *best practice* codificate nei rispettivi codici nazionali di *corporate governance* che coniugano i principi nazionali del diritto societario con le aspettative di sostenibilità crescentemente manifestate dal mercato.

Doveri di diligenza nelle catene di fornitura in materia ambientale e di diritti umani

Nell'ambito del paragrafo sulla corporate governance, la consultazione pone la questione della necessità di una disciplina europea sui doveri di diligenza nella catena di fornitura in materia ambientale e di diritti umani (q47) chiedendo anche quale debba essere l'ambito soggettivo di applicazione (q48).

Una disciplina europea sugli obblighi di diligenza nelle catene di fornitura in materia ambientale e di diritti umani è un tema di assoluta importanza al fine di completare il quadro delle tutele in tali ambiti, considerata la frammentazione del ciclo di produzione che avviene attraverso le catene di fornitura. Essa deve però essere declinata in modo ragionevole e attuabile per le imprese interessate, avendo come punto di riferimento centrale la regolazione contrattuale tra le parti. La disciplina si dovrebbe cioè sostanziare nel prevedere, all'interno dei contratti di fornitura, clausole volte a garantire il rispetto di una serie di regole in campo ambientale e dei diritti umani.

Ciò detto, il primo elemento da considerare è che obblighi di questo genere verso le catene di fornitura non possono che riguardare le imprese o i gruppi di imprese di rilevante dimensione. Le altre categorie di imprese non hanno il potere economico di definire regole contrattuali nei confronti dei propri fornitori.

Anche per le imprese o i gruppi di grande dimensione, poi, tali obblighi dovrebbero riguardare solo i fornitori che si trovano in una situazione di dipendenza economica nei loro confronti. La disciplina non dovrebbe invece prevedere obblighi rispetto a quei fornitori "di mercato" rispetto ai quali anche l'impresa di rilevante dimensione non ha il potere economico di imporre clausole contrattuali dirette a garantire il rispetto di regole in campo ambientale e dei diritti umani.

In tale contesto, la disciplina dovrebbe riguardare anche le imprese extraeuropee che operano in Europa, qualora superino determinate dimensioni. Questo non solo per evitare che le società dell'UE

siano esposte a forme di concorrenza sleale in termini sociali o ambientali, ma anche perché per l'impatto sulle catene di fornitura la nazionalità dell'impresa è irrilevante.

Sotto un profilo di contenuto dei doveri di diligenza, la disciplina può richiedere che le clausole contrattuali, per un principio di ragionevolezza e considerato che, come ogni rischio d'impresa, anche i rischi in questi ambiti non possono essere eliminati ma ridotti a un livello accettabili, siano formulate al fine di gestire e ridurre i rischi in campo ambientale e dei diritti umani.

Gli obblighi di diligenza richiesti all'impresa devono inoltre tener conto di quelle situazioni in cui vi sia una significativa difficoltà ad adempiere la prestazione, come quando vi siano ostacoli di natura normativa delle legislazioni locali.

La disciplina sulla diligenza nelle catene di fornitura infine deve escludere forme improprie di responsabilità oggettiva in capo alla società che utilizza il prodotto/servizio del fornitore. L'obbligo di diligenza richiesto è quello di approntare misure di controllo sull'operato dei fornitori non certo quello di impedire l'evento dannoso verso il terzo.

(v) Rafforzamento del quadro europeo per la tutela degli investimenti

Il documento di consultazione sottolinea l'importanza di un quadro giuridico per la protezione degli investimenti chiaro, certo e prevedibile per incoraggiare investimenti di lungo termine nell'Unione europea. A questo riguardo, il documento chiede quale sia l'impatto del framework europeo per la tutela degli investimenti sulla promozione degli investimenti *cross-border* sostenibili (Q75).

Il quadro giuridico europeo di protezione degli investimenti è di fondamentale importanza per assicurare il flusso degli investimenti esteri diretti, intra-europei ed extra-europei, inclusi quelli sostenibili. Esso riposa sulle libertà fondamentali del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, sul Regolamento UE sul controllo degli investimenti esteri diretti (2109/452), su un sistema di accordi bilaterali e multilaterali sugli investimenti stipulati sia a livello di UE che di singoli Stati membri e su un sistema giudiziario efficiente a livello nazionale ed europeo.

Efficaci meccanismi di *enforcement* dovrebbero potersi avvalere anche della possibilità di ricorrere a procedure alternative di risoluzione delle controversie, come l'arbitrato o anche la mediazione, al fine di integrare i rimedi tradizionali. Questo è un profilo da tenere in considerazione alla luce sia del mutato assetto dei trattati di investimenti, bilaterali intra-UE⁴ e multilaterali extra-UE, sia del recente aumento esponenziale del contenzioso, anche tra investitori privati e Stati, in materia ambientale e di *climate change*⁵. Da un lato, infatti, gli obiettivi di sostenibilità, mitigazione e

⁴ Su cui è stata aperta una consultazione che si chiude l'8 settembre 2020 "*Public Consultation Document – An Intra-UE Investment Protection and Facilitation Initiative*".

⁵ L'incremento del contenzioso è strettamente legato all'evoluzione del quadro normativo, internazionale e nazionale, in materia: i Principi Guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani (2011); le Linee Guida dell'OCSE per le imprese multinazionali (2011); gli Accordi di Parigi sul clima (2015); l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile (2015). Cfr. Joana Setzer and Rebecca Byrnes, [Global trends in climate change litigation: 2019 snapshot](#); UN Environment in cooperation with the Sabin Centre for Climate Change Law at Columbia University, [The Status of Climate Change Litigation, A Global Review](#), 2017.

adattamento climatico vengono sempre più incorporati in accordi di investimento, di privatizzazione, di concessione, appalti pubblici, partnership pubblico/privato; dall'altro, la crescente complessità dei requisiti contrattuali richiesti per la conformità ambientale e la stessa evoluzione normativa aumentano i rischi di contrasti e le esigenze di protezione degli investimenti.