

Climate Corporate Governance: Europe vs. USA?

by

SABRINA BRUNO*

According to economic literature, climate change is a financial factor: this is the logical premise of the European Directive N. 2014/95/EU requiring disclosure on the policies adopted by big corporations on climate change risks and opportunities. Through disclosure, climate change imprints the contents of directors' duty of skill and care in Europe. On the contrary, in US there is no federal legislation or SEC regulations specifically on climate disclosure. Absent any binding decision yet, the current assessment of directors' fiduciary duties under state law does not include consideration of climate change risks and opportunities according to American authors, even though fiduciary duties may evolve. The sole effective tool is the Martin Act. Levels of disclosure of US and EU corporations are therefore already significantly different both in terms of climate risks and opportunities. This situation can drive the financial sector to direct capital to Europe. Institutional investors in US have been trying to increase disclosure through shareholders' proposals under Rule 14a-8 but these efforts have been recently undermined by the micro-management argument used by SEC. The conclusion is that the market cannot govern climate change by itself: because of regulation, European corporations are better positioned to mitigate the "carbon bubble". What is at stake is the profitability of American corporations.

Table of Contents

ECFR 2019, 687–723

1. The International Background of Climate-Related Risks	688
2. Climate Governance and Directors' Duties: the Problem	691
3. Directors' Duties and Climate Change under US State Corporate Law	693
3.1. Duty of Care and Loyalty	693
3.2. Duty to Oversight	697
3.3. The Business Judgment Rule Dominates Fiduciary Duties' Case Law	699
3.4. The Martin Act and Climate Related Disclosure	701
4. Directors' Duties and Climate Change under US Federal Law	705
4.1. The "Micromanagement" Argument Recently Brought by SEC against Shareholders' Proposals under Rule 14a-8	705
4.2. Duty of Disclosure of Climate Change-Related Risks and Opportunities	707

* Full Professor of Private Comparative Law at University of Calabria (Cosenza, Italy) and Adjunct Professor of Law and Economics (Business and Company Law) at LUISS G. Carli, Rome (Italy); PhD. University of Florence (Italy); M.Litt. (Oxford University, U.K.); 2019 Visiting Scholar at Stanford Law School (U.S.A.); 2010 Fulbright Visiting Scholar at Harvard Law School (U.S.A.).

5. European Directive N. 2014/95/EU	713
5.1. Duty of Climate-Related Disclosure	713
5.2. Directors' Duty of Skill and Care and Consideration of Climate Change Risks and Opportunities in Europe	716
6. Conclusions: because of Regulation, Europe Is Better Positioned to Mitigate the "Carbon Bubble"	719

1. *The International Background of Climate-Related Risks*

Economic literature illustrates that environment-related risks can have a significant impact on corporations' assets today and these risks are likely to seriously increase over time and strand assets of corporations belonging to various industries. Among the various definitions of stranded assets, one that encompasses all explains that they "are assets that have suffered from unanticipated or premature write-downs, devaluations, or conversion to liabilities"¹. Individuals and organizations started to focus on the possible negative influence on the value and profitability of fossil fuels companies, that could be impaired as consequence of environmental policy and regulations, since the late 1980s: the concept of global 'carbon budget' was conceived and there was a way to determine when impairments ought to begin because if the amount of fossil fuels combusted, added to the amount of carbon accounted for in reserves yet to be burned, exceed the carbon budget, either the climate or the value of those reserves would have to give – concept that the Carbon Tracker Initiative dubbed as 'unburnable carbon' in 2011 conjoined with the idea of a 'carbon bubble' that was explicitly identified already in 1989².

Since then the international regulatory environment for greenhouse gas emissions has made those risks more and more evident. In particular, by the Paris Agreement – settled at the 21st Conference of the Parties to the United Nations Framework Convention on Climate Change (COP21) on December 12, 2015– 196 nations committed themselves to meet certain climate targets, i.e. temperature "well below" 2° C by 2025 therefore making the possibility of new environmental regulations even more likely³. On the other hand, the United Na-

1 *Ben Caldecott*, Introduction: Stranded Assets and the Environment, in: Ben Caldecott (ed.), *Stranded Assets and the Environment. Risk, Resilience and Opportunity*, 2018, p. 1, 5, also for definitions of stranded assets by, among others, the International Energy Agency and the Carbon Tracker Initiative.

2 *Id.*, p. 6 et seqq. where other references.

3 U.N. Framework Convention on Climate Change, Adoption of the Paris Agreement, U.N. Doc. FCCC/CP/2015/L.9 (December 12, 2015). On 1 June 2017 the United States announced to withdraw from the Paris Agreement effective November 2020; nonethe-

tions IPCC's Special 1.5° C Report, released in October 2018, emphasized the urgent necessity to keep global warming even below 1.5 °C as – if failing – the consequences would be worse than expected⁴.

The two concepts of stranded assets and unburnable carbon, however, do not coincide: various kinds of industries may have stranded assets that may be the result not only of the global carbon budget but also of possible falling costs of renewables, technology innovation etc. that might or indeed should induce to change the original business model of the corporation to adapt it to the new context⁵.

In June 2017, the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (“TCFD”), established by the G20's Financial Stability Board, published Recommendations to foster financial institutions and companies to disclose clear, comparable and consistent information on climate-related risks and opportunities in order to correctly price assets' values – highlighting that climate change has financial implications that do not manifest only in the long term but “could have significant, near-term financial implications” because of disruptive reallocation of capital coupled with declining costs and increased deployment of clean and energy-efficient technologies⁶. The Final Report points out that the expected transition to a lower-carbon economy affects “most economic sectors and industries” not only fossil fuel companies; the Report expands its scope beyond risks by identifying also climate-related opportunities estimated to require around \$1 trillion of investments a year for the foreseeable future⁷.

less, a bipartisan coalition of American states and Puerto Rico formed the United States Climate Alliance which is committed to upholding the principles of the Paris Agreement (see *Complaint by People of the State of New York v. ExxonMobil Corporation* (24 October 2018), p. 11, https://climatelitigationwatch.org/wp-content/uploads/2018/10/summons_and_complaint_0.pdf, last accessed 6 November 2019).

4 *Intergovernmental Panel on Climate Change (“IPCC”), Global Warming of 1.5° C. Summary for Policymakers*, 6 October 2018, <https://www.ipcc.ch/sr15/>. The premise of the report is that human activities have caused approximately 1° C of global warming above pre-industrial levels and global warming is likely to reach 1.5° C between 2030 and 2052 if it continues to increase at current rate (*Id.*, p. 3). There are robust differences between global warming of 1.5° C and 2° C including: mean temperature in most land and ocean regions (and associated ocean acidity), hot extremes in most inhabited regions, heavy precipitation in several regions and probable droughts and precipitation deficits in other regions, risks to marine biodiversity etc., health, food and human security, water supply etc. (*Id.*, p. 8 et seqq.).

5 *Caldecott* (fn. 1), p. 10.

6 *Task Force on Climate –Related Financial Disclosures (“TCFD”), Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Final Report*, June 2017, ii et seqq, <https://www.fsb-tcfd.org/publications/>.

7 *Ibid.*

According to the Recommendations climate-related risks relate to: 1) the transition to a lower-carbon economy (i.e. extensive policy, legal, technology, and market changes to address mitigation and adaptation requirements as well as a reputational risk); and 2) the physical impacts of climate change (i.e. direct or indirect damage to a company's assets or its supply chain as consequence of weather events – cyclones, hurricanes, or floods – or sea level rise or chronic heat waves)⁸. Climate-related opportunities may entail all those measures that are meant to reduce operating costs, increase the company's reputation, seeking opportunities in new markets or types of assets to diversify products and services (i.e. energy efficiency interventions, innovations in technology, use of renewable energy, issuing green bonds)⁹.

With reference to these risks and opportunities, the Final Report recommends companies to disclose: governance (i.e. how the entity is organized around climate change in terms of board's oversight and management role); strategy (i.e. impact on business and financial planning over the short, medium, and long term, as well as description of the company's resilience in consideration of different climate-related scenarios, including a 2° C or lower scenario); risk management (i.e. how risks are identified, assessed and managed within the organization, identifying the processes); metrics and targets used to assess and manage risks and opportunities (also disclosing Scope 1, 2, and 3)¹⁰.

After the release of the TCFD Final Report, two documents have been issued in 2019 that help to quantify climate-related risks and opportunities confirming the results therein contained. The Carbon Disclosure Project ("CDP") analysed 500 of the world's biggest companies: approximately one trillion dollars (US\$970 billion) were found to be at risk while opportunities totalled over US\$2.1 trillion¹¹. A second report shows that the global trends in climate change litigation continue to expand across jurisdictions: most defendants are governments but lawsuits, most of them still on going, are being brought by investors, activist shareholders, cities and states also against the highest green-

8 *Id.*, 5 et seq. A classification of climate-related risks, similar to the one presented by *TCFD*, was indeed proposed by *Caldecott et al.* in 2013 who actually defined the two classes of risks as "physical" and "societal"; despite the different wording the substance does not change much: see *Caldecott* (fn.1), p. 9.

9 *TCFD* (fn. 6), p. 6 et seq.

10 *Id.*, p. 13 et seqq.

11 *Carbon disclosure project* ("CDP"), *Climate Change Report, Major Risk or Rosy Opportunity. Are Companies Ready for Climate Change?*, 2019, p. 4, <https://www.cdp.net/en/research/global-reports/global-climate-change-report-2018/climate-report-risks-and-opportunities>, last accessed 6 November 2019.

house-gas-emitting companies for – among various complaints – failure to incorporate climate risk into their decision-making¹².

2. Climate Governance and Directors' Duties: the Problem

The international background, based on scientific research, deems climate change related risks and opportunities as a financial issue which is of interest for most industries. The aim of this article is to understand the impact of these economic considerations, TCFD recommendations and, where present, disclosure legislation on the contents of corporate directors' duties, comparing USA and Europe. Given the uncertainty of the world reaction to global warming and of future consequences on climate, the focus is on whether and how, in managing the company, the board of directors, in order to comply with the duty of care, skill or loyalty, shall consider climate change risks and opportunities. In particular, is the board of directors obliged to take account of the climate change foreseeable consequences on the company when approving a business or strategic plan or a medium-long term investment (e.g. construction of an infrastructure in a certain geographic area of the world)? In case directors resolve to consider the climate change issue, which reasoning should they follow? Should they assume that the world will implement the Paris Agreement targets – and therefore anticipate new regulations limiting GHG emissions or imposing carbon tax or amending the emissions trading system or, for fossil fuel companies, possibly prohibiting extraction and, therefore, incur more costs or halt some investments or adapt the company's strategy or its business model to mitigate the impacts¹³? Or, on the contrary, should directors assume

12 Joanna Setzer/Rebecca Byrnes, Global Trends in Climate Change Litigation: 2019 Snapshot, Policy Report, July 2019, http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2019/07/GRI_Global-trends-in-climate-change-litigation-2019-snapshot-2.pdf, last accessed 6 November 2019.

13 For example, the new agenda for Europe by the President of the European Commission includes: the first European Climate Law “to enshrine the 2050 climate neutrality target into law”; the introduction of a carbon border tax; the extension of the emission trading system: Ursula von der Leyen, A Union that Strives for More. My Agenda for Europe. Political Guidelines for the Next European Commission 2019-2024, p. 5 et seq., https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/political-guidelines-next-commission_en.pdf, last accessed 6 November 2019. Costs of the European emission trading system are indeed booming: prices of emission allowances averaged, in July 2019, 30 euros per ton from the price of 7 euros per ton from 2012 to 2018: see *La Repubblica*, Il mercato della CO2 al punto di svolta: prezzi in crescita, chi inquina costretto a rivedere strategia, 23 July 2019, https://www.repubblica.it/economia/2019/07/23/news/il_mercato_della_CO2_al_punto_di_svolta_prezzi_in_crescita_chi_inquina_costretto_a_rivedere_strategia-231743529/; Chris Roig-Ramos, Booming Prices on the

that the Paris Agreement targets will never be met because it is probably too late to stop global warming and therefore the temperature will rise by 3° C up to 5° C (depending on the geographic area) by the end of this century?¹⁴ The latter reasoning would imply maybe confirming the strategy, the business model and the long-term investments of the company but however also the need to anticipate more catastrophic consequences and, in the long run, even higher costs for the company. In other words, is the responsibility of directors to evaluate the resilience of the company's business and strategy, in the medium-long term, under the various scenarios and what is the legal foundation of this responsibility? Moreover, should directors take for granted the idea of stranded assets and therefore should they more correctly price the company's assets or may they be justified in sharing the view of the few authors who indeed dismiss the concept of stranded assets arguing that markets have already priced stranded assets effectively¹⁵?

European Emission Trading System: from Market Oversupply to Carbon Bubble, October 2018, <https://www.ifri.org/en/publications/editoriaux-de-lifri/edito-energie/booming-prices-european-emission-trading-system>, last accessed 6 November 2019.

- 14 If no effective measures are taken these are the predictions according to the United Nations: *Reuters*, Global Temperatures on Track for 3–5 Degrees Rise by 2100: U.N., 29 November 2018, <https://www.reuters.com/article/us-climate-change-un/global-temperatures-on-track-for-3-5-degree-rise-by-2100-u-n-idUSKCN1NY186>, last accessed 6 November 2019. As example of the hypothetical reasoning referred to in the text, it has been argued by an analyst at UBS that the rise of the renewable energy worldwide “may not be enough” as we are not on track to triple wind and solar construction overnight as it should be done to avoid a dangerous level of global warming and therefore we should stop telling ourselves fairy tales (also on carbon capture or other technology developments) because “we will most likely fail to reach ‘net zero’ emissions by 2050” and should begin instead a plan for adaptation that could enable us to live with the global warming: *Sam Arie*, “It Is Probably Too Late to Stop Dangerous Global Warming”, *The Financial Times*, 17 July 2019.
- 15 This position was followed by some major oil companies. See: *Nick Butler*, “Climate Change and the Myth of Stranded Assets”, *The Financial Times*, 27 September 2015; *Dieter Helm*, “Stranded Assets – a Deceptively Simple and Flawed Idea”, *Energy Futures Network* 2015, 15; *Royal Dutch Shell PLC*, Letter to Shareholders – Stranded Assets, 2014, <http://s02.static-shell.com/content/dam/shell-new/local/corporate/corporate/downloads/pdf/investor/presentations/2014/sri-web-response-climate-change-may14.pdf>, last accessed 14 July 2019. Indeed, a recent study conducted among institutional investors shows that the average respondents believe that “the equity valuations of the sectors a priori most exposed to climate risk do not fully reflect this risk”, “valuations are somewhat too high” with mispricing “largest among oil firms, traditional car manufacturers, and electric utilities”: *Philipp Krueger/Zacharias Sautner/Laura T. Starks*, *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, Swiss Finance Institute Research Paper Series. N. 18–58, 2019, p. 13 et seq.

3. Directors' Duties and Climate Change under US State Corporate Law

3.1. Duty of Care and Loyalty

With reference to US corporate state law, two legal proceedings relate to climate change and directors' fiduciary duties. In *Conservative Law Foundation, Inc. v. Shell Oil Products US*, a citizen filed a suit against the company Shell alleging, in addition to various breaches of environmental laws, that "Shell has not taken action to address the threat of sea level rise in the design, operation and management of a certain terminal"¹⁶. In *Sarah Von Colditz et al. v Darren W. Woods et al.*, a derivative suit was sought to hold Exxon board of directors liable for breach of fiduciary duties, waste of the company's assets and devastation of Exxon's credibility by allegedly misleading investors in telling the public the company was properly factoring the cost of carbon into its business, yet failing to do so¹⁷. The cases are still pending; therefore, no decision is binding on the topic.

American legal literature has been very pessimistic that, under state law, directors' fiduciary duties may include consideration of climate-related risks and opportunities. One author focuses on whether directors' duty of care, under Delaware law, includes to insure the corporation against climate change related risks in order to mitigate them and therefore whether a shareholder litigation aiming at compelling the board in this direction or at suing them for failure of doing it might be successful¹⁸. His conclusions are that, considering the business judgment rule and the provision contained in most Delaware certificates of incorporation to eliminate or limit directors' liability for monetary damages arising from certain breaches of fiduciary duties, a shareholder derivative action for breach of the duty of care would not be successful¹⁹. Even in the rare instances where the corporation's certificate of incorporation

16 Filed on October 25, 2017, at Para. 230.

17 US District Court for the Northern District of Texas, 3 May 2019, Case 3:19-cv-01067, see <https://www.law360.com/articles/1156147>, last accessed 6 November 2019.

18 *Eric J. Risley jr.*, "Sound and Fury, Signifying Nothing: Why Shareholders Suits Are Ineffective to Promote Corporate Response to Climate Change", *Boston College Environmental Affairs Law Review* 44 (2017), 391, 398.

19 *Id.*, 399 et seqq. Section 102 (b) (7) of the Delaware General Corporation Law ("DGCL") allows limitation or exclusion of directors' personal liability but does not allow to eliminate a director's personal liability for breaches of the director's duty of loyalty, for "acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violations of law", for liability arising under § 174 of the Delaware General Corporation Law [i.e. unlawful payment of dividends, stock purchase or redemption etc.] or for liability arising from any transaction in which the director obtain an "improper personal benefit".

does not include the exculpatory provisions, the business judgment presumption attached to boards' decisions would apply also in case the decision leads to ultimately catastrophic effects for the corporation unless bad faith or some type of fraud is established by shareholders: courts would not impute liability on directors, primarily, to prevent judicial "second guessing" of corporate decision making; consequently, the board need not even consider the issue of climate change risks 'in depth' and is free to decide that taking steps to mitigate such risks is not in the best interests of the company as long as the issue is reviewed "honestly with reasonable reliance on some substantive information"²⁰.

However, one should wonder which kind of information, at this point of widespread scientific knowledge on climate change, may give rise to such "honest and reasonable" decision to abstain from taking any action to mitigate these risks. Even a Californian Act expressly mentions that: "climate change is a long-term problem" whose effects are already occurring and will accelerate and consist of "an array of material financial risk" and acknowledges that if global temperature is to be limited to no more than 2° C or the aspirational target of 1.5° C "governments must act to limit warming and hasten the transition to a low-carbon economy by halting the extraction and development of carbon reserves. This regulatory risk will affect major sectors of the global economy"²¹.

According to the same author, even applying the duty of good faith – as subset of the duty of loyalty and different from the duty of care – the result would be likely the same and the inaction of the board would be subject to the business judgment presumption, in the absence of any evidence of fraud or breach of other fiduciary duties, if the board decides that inaction is in the best interest of the company: the decision to prepare the corporation for potential losses in the event of a climate change-related catastrophe "is a quintessential business decision"²². Again, one should wonder how the pursuing of the best interest of the company may be justified given the scientific recognition of climate-related risks to be mitigated and opportunities to be exploited.

20 *Risley* (fn. 18), 411 et seq.

21 California Senate Bill No. 964 chapter 731. An act to add and repeal Section 7510.5 of the Government Code, relating to public retirement systems, Section 1, approved by Governor on September 23, 2018. The act will require CalPERS and Calstrs (public employees' retirement systems) to report publicly on the climate-related financial risk of their portfolio, including the alignment of the funds with the Paris Agreement and California climate goals, by January 2020.

22 *Risley* (fn. 18), 413.

The conclusions of the author are clear: the probability of success of this kind of litigation is so low that he believes the only instruments shareholders may have are either to seek for an amendment of the bylaws requiring the board to obtain insurance against climate related financial losses, or to file a proxy proposal recommending the board to insure the corporation, or to nominate one or more directors who would incorporate these concerns into a policy during their mandate²³.

Another author focuses on liability exposure for directors of the energy industry “who fail to adequately assess and/or disclose the impacts of climate-change related issues on corporate risk and strategy”²⁴. She similarly believes that Delaware plaintiffs face a number of significant hurdles in establishing a breach of the duty of care for directors “who consciously disregard or are wilfully blind to stranded asset risks in their governance of risk and strategy” because of the business judgment rule unless an extraneous interest pursued by them is shown: e.g. a ‘default denialism’ consistent with a political or industry-based association with which the director is affiliated, or a potential conflict of interests where “contingent or discretionary components of remuneration are tied [...] to reserve replacement ratios”²⁵.

The author however admits that the business judgment rule assumes that directors act “on an informed basis” and the duty of care “requires active diligence” and “a degree of attentiveness to relevant information and its critical evaluation”²⁶; therefore a director from the energy sector who fails to consider the risks and/or the opportunities presented by stranded asset risks “for want of the relevant knowledge – either in general or in relation to material projects or acquisitions – appears to present grounds for review for breach of the duty of care” and it is no defence that the director was not provided with information because Delaware law imposes “proactive inquiry” and “the responsibility to seek adequate advice on material issues where it is not otherwise provided lies squarely with the directors themselves”²⁷.

23 *Id.*, 417 et seq.

24 *Sarah Barker*, An Introduction to Directors’ Duties in Relation to Stranded Assets, in: Ben Caldecott (ed.), *Stranded Assets and the Environment. Risk, Resilience and Opportunity*, p. 199.

25 *Id.*, p. 210 et seq.

26 *Id.*, p. 219 et seq. citing, in particular: Supreme Court of Delaware, October 22, 1993, *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A. 2d 345, 368 (Del. 1993); Supreme Court of Delaware, January 29, 1985, *Smith v Van Gorkom*, 488 A. 2d 858, 873 (Del. 1985); Supreme Court of Delaware, March 1, 1984, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

27 *Barker* (fn. 24), p. 223 where she refers to Supreme Court of Delaware, October 22, 1993, *Cede & Co. v. Technicolor*, cit.

To this it can be added that the fundamental business judgment rule also presumes “good faith and honest belief that the action taken was in the best interests of the company”²⁸. In light of the current state of scientific information on risks and opportunities that have also been quantified – as shown under para. 1 above –, climate change has undoubtedly become a known trend that cannot be ignored but should be comprehensively evaluated by directors in order to define actions to be taken to pursue the best interest of the company. They would be grossly negligent if fail to obtain, or adequately consider all material information reasonably available prior to making a business decision²⁹.

However, one should not forget the above-mentioned clause, contained in most Delaware certificates of incorporation, to eliminate or limit directors’ personal liability, that would impair any derivative suit for breach of the duty of care so conceived³⁰. But if we consider that the meaning of the duty of good faith (breach of which, as mentioned, cannot be included in any such clause at law) is to “promote the value of the corporation for the benefit of its stockholders” while a failure to act in good faith means acting “with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation”³¹, the climate fac-

28 Supreme Court of Delaware, March 1, 1984, *Aronson v. Lewis*, cit., 814.

29 *Ibid.*, dealing with information in general without referring to climate change. See also *Porker L. III Taylor/Harris L. Kay*, “A Green Board as a Climate-Change Imperative: Appointing a Climate-Change Expert to the Audit Committee”, *University of Baltimore Journal of Environmental Law* 18 (2011), 215, 258 who agree that ignorance cannot be justified any more as there is no dearth of scientific information regarding climate change.

30 Even though *Barker* (fn. 24), p. 221 acknowledges the constitutional immunity, she does not consider it in drawing the argument reported above in the text.

31 See leading cases: Supreme Court of Delaware, November 6, 2006, *Stone ex rel. Am-South Bancorporation v. Ritter*, 911 A.2d 363, 370 (Del. 2006) holding that a requirement to act in good faith is “a subsidiary element, i.e. a condition, of the fundamental duty of loyalty”; Court of Chancery of Delaware, September 9, 2010, *eBay Domestic Hldgs., Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010) holding that “The directors of Delaware corporations have the legal responsibility to manage the business of a corporation for the benefit of its shareholders owners”; Supreme Court of Delaware, June 10, 1985, *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 955 (Del. 1985) quoting “the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation’s stockholders”. In addition, see *Leo E. Strine, Jr.*, “The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law”, *Wake Forest Law Review* 50 (2015), 761, 771 who writes: “*Revlon* could not have been more clear that directors of a for-profit corporation must at all times pursue the best interests of the corporation’s stockholder”; *Leo E. Strine, Jr./Lawrence A. Hamermesh/R. Franklin Balotti/Jeffrey M. Gorris*, “Loyalty’s Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law”, *Georgetown Law Journal* 98 (2010), 629, 634 where: “[I]t is essential that directors take their responsibilities seriously by actually trying to manage the corporation in a manner advantageous to the stockholders”.

tor should be taken into consideration by directors of American corporations, belonging to any industry, as component of their duty of good faith. Being a financial factor, it has to be managed to possibly increase the corporation's profitability while failure to do so would mean not to pursue the company's best interest. If so conceived even Delaware corporations that include exculpatory provisions in their certificates of incorporation, in order to comply with the duty of good faith, should consider climate change risks and opportunities when setting the company's strategy or deciding investments.

3.2. Duty to Oversight

Another possibility might be to claim the breach of oversight duties by directors where a corporation suffers significant harm – such as legal costs or damages award or loss in stock value – due to a failure to comply with emissions regulations or securities law obligations but plaintiffs shall show that directors “had actual or constructive knowledge that the corporation was at risk of harm due to a potential breach of the law or ‘serious misconduct’ and, secondly, that their failure to take steps to investigate, prevent or remedy the situation was causative of that harm”: if the board has direct notice of an investigation or if media report about it, this situation shall be deemed as a red flag to be considered; even though it is less clear – but not unreasonable to argue – whether media reports of such investigation into other companies shall be deemed as a red flag as well³².

Applying these principles, the duty of directors to set up and monitor adequate systems and processes to mitigate climate risks may arise only if a harm has occurred or is at risk of occurring to the company and the directors have actual or constructive knowledge that the corporation's misconduct is being legally challenged or investigated while claims against competitors or widespread scientific knowledge about climate related risks and opportunities would not have the same effect; the situation where the medium-long term harm is only potential, if nothing is done by the corporation, at the present, is not even taken into consideration.

Even in the former case, the success of a hypothetical derivative suit is uncertain if we consider that, as a matter of fact, no cyber or data-breach derivative

32 *Barker* (fn. 24), p. 211 et seq. The ‘red flags’ test derives from Supreme Court of Delaware, January 24, 1963, *Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co.*, 188 A.2d 125, 129-31 (Del. 1963); while the scope of fiduciary oversight responsibility was enlarged by Court of Chancery of Delaware, September 25, 1996, *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 969-70 (Del. Ch. 1996) that endorsed information and reporting systems and controls as oversight tools and defenses.

suit claiming lack of implementation of internal control systems designed to detect and prevent those breaches has yet survived before US courts because of the protection of the business judgment rule and other difficult obstacles in trying to overcome preliminary motions that basically allowed the company (i.e. the litigation committee) to argue that the derivative suit should not be permitted to proceed³³. However, a recent, substantial settlement reached at Yahoo for a data breach derivative suit could well encourage other claimants to file similar lawsuits in the future³⁴.

Before this case, it was believed that “Delaware case law hardly bodes well for the prospect that the courts will be driving strict corporate governance oversight of climate change business risks” because of *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*³⁵ where, despite several ‘red flags’ had posed significant business risks with reference to the company’s involvement in the sub-prime-mortgage market, the derivative action was dismissed in consideration of the business judgment rule and the very dim view taken by the court on business risks considering that losses derived from serious employee misconduct or violations of law are not from business risk³⁶. It is believed that “even in

33 Kevin LaCroix, “Home Depot Data Breach Derivative Lawsuit Dismissed”, December 1, 2016, <https://www.dandodiary.com/2016/12/articles/cyber-liability/home-depot-data-breach-derivative-lawsuit-dismissed/>, last accessed on 6 November 2019; *Id.*, “Target Corporation Cybersecurity-Related Derivative Litigation Dismissed”, 9 July 2016, <https://www.dandodiary.com/2016/07/articles/cyber-liability/target-corporation-cybersecurity-related-derivative-litigation-dismissed/> accessed on November 6, 2019; *Id.*, “Dismissal Granted in Cyber-Breach Related Derivative Suit Filed Against Wyndham Officials”, 21 October 2014, <https://www.dandodiary.com/2014/10/articles/cyber-liability/dismissal-granted-in-cyber-breach-related-derivative-suit-filed-against-wyndham-officials/>, last accessed 6 November 2019.

34 *Id.*, “Yahoo Data Breach-Related Derivative Suit Settled for \$29 Million”, 21 January 2019, <https://www.dandodiary.com/2019/01/articles/cyber-liability/yahoo-data-breach-related-derivative-suit-settled-29-million/>, last accessed 6 November 2019.

35 Court of Chancery of Delaware, February 24, 2009, 964 A. 2d 106 (Del. Ch 2009), at 123–126.

36 See Perry E. Wallace, “Climate Change, Corporate Strategy, and Corporate Law Duties”, *Wake Forest Law Review* 44 (2009), 757, 763 et seq. Likewise another author believes that the so-called oversight cases have proven very difficult for the plaintiffs to prevail on due to “the policies of deference to the boards and their business judgment rule”: *Risley* (fn. 18), 416 et seq. where he refers to Supreme Court of Delaware, January 29, 1985, *Smith v. Van Gorkom*, cit., 872 and again to Court of Chancery of Delaware, February 24, 2009, *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, cit., p. 122. The author (413 et seq.) observes that “it is difficult to imagine courts applying oversight liability in cases of directors’ inaction that result in massive losses to the corporation, absent some facts that suggest the inaction was motivated by something other than the corporation’s well-being” and grounds his argument about the hypothetical application of the business judgment rule to a climate change case making reference to Supreme

the wake of oversight suits stemming from the 2008 financial crisis, oversight claims have largely only existed in theory³⁷. Therefore, while both *Citigroup* and *Caremark* allowed that a plaintiff could successfully demonstrate a culpable failure in monitoring business risk “under some set of facts”, there is scepticism that it might include a duty to adopt best practices on GHG management because the business judgment rule accords to directors considerable discretion unless there will be a new positive climate state regulation; it is only conceived that directors should not breach their fiduciary duties – namely for waste of corporate resources – in case they decide to adopt more costly best practices to face the GHG management if they do it following a considered process so to overcome any claim of irrational behaviour or failure to pursue the corporation best interest³⁸.

3.3. *The Business Judgment Rule Dominates Fiduciary Duties’ Case Law*

Opinions and general case law reported so far clearly show that the business judgement rule dominates the discussion with reference to the duty of care, good faith (as subset of loyalty) and oversight. Even liability for failure to monitor business risk would undermine the purposes of the business judgement rule, according to courts, in protecting the type of risk that is at the heart of the free-enterprise system as Delaware law was not meant to make directors “liable to predict the future and to properly evaluate business risk”³⁹.

The business judgment rule operates only when directors resolve to act; it has no role where directors simply ignore the issue and fail to act consequently. There must be a conscious decision by the board of directors to refrain from acting for the business judgment rule to apply. Certainly, climate change is not an issue that can be simply ignored: more and more – since the landscape of risks evolves, even rapidly, over time – climate change is objectively considered as one of the ten most relevant risks by the international risk management sector and will be, very likely, soon included in the COSO’s Framework⁴⁰. It

Court of Delaware, March 1, 1984, *Aronson v Lewis*, cit., at 811 and Court of Chancery of Delaware, February 24, 2009, *In re Citigroup*, cit., at 124.

37 *Risley*, (fn. 18), 420.

38 *Wallace* (fn. 36), 763 et seq.

39 Court of Chancery of Delaware, February 24, 2009, *In re Citigroup*, cit., at 130–131. After *In re Citigroup*, it is believed that “Delaware courts are unwilling to further erode the protections of the business judgment rule”: *Taylor/Kay* (fn. 29), 247.

40 COSO – WBCSD, Enterprise Risk Management. Applying Enterprise Risk Management to Environmental, Social and Governance-Related Risks, October 2018, p. 1, 8 that defines the Environmental Risk as “The contribution an entity makes to climate change through greenhouse gas emissions, along with waste management and energy

should be inferred that, within the duty of oversight, directors of any industry should consider to put in place a risk monitoring system specifically referring to – among others – climate change and evaluate the impact of it, if any, on the corporation in order to properly monitor it: even though *Citigroup* does not explain what facts might support an oversight claim, the court observed that actually the company had procedures and controls in place to monitor risk with a rather active and engaged committee that worked with the management and outside advisers⁴¹.

From this, it is possible to infer that a prudent board should well consider to establish similar arrangements as the GHG regulation and climate change impacts become more specific and substantive⁴². Directors might be grossly negligent if they do not include, within the company's risk monitoring system, climate change (and of course if they do not set any risk monitoring system). Solutions may vary depending on the industry and on the characteristics of each company and this will be the real challenge for any board. However, if directors fail to appreciate the changes induced by climate change they will harm the company that might lose its reputation, its competitiveness, its capacity to attract and keep most talented employees, and its access to capital and investment⁴³.

Finally, it should not be forgotten that the concept of fiduciary duty is not static but will continue to evolve in order to adapt to the society changes so the

efficiency. Given renewed efforts to combat global warming, cutting emissions and decarbonizing have become more important” and, in the list of the ten most relevant ESG issues and themes, mentions: “Climate change with reference to carbon emissions, product carbon footprint, financing environmental impact and climate change vulnerability”.

41 As mentioned above, the Court of Chancery of Delaware, February 24, 2009, *In re Citigroup*, cit., the Court dismissed the derivative action claim basically because it was observed and stressed that the defendant company “had a risk monitoring system in place” and deemed the “red flags” identified by plaintiffs too generic as they were showing “the continuing deterioration of the subprime market in general” but nothing with specific reference to the bank.

42 *Wallace* (fn. 36), 764.

43 Interest of institutional investors for the energy sector is decreasing and they are demanding higher hurdle rates in order to invest: *Bassam Fattouh/Rahmatallah Poudineh/Rob West*, *Energy Transition, Uncertainty, and the Implications of Change in the Risk Preferences of Fossil Fuels Investors*. Oxford Institute for Energy Studies, 2019, p. 11. Under another survey, institutional investors generally think that: climate risks have important financial implications for their portfolio firms and have already started to materialize, are incorporated into their investment processes “to protect their reputations, [for] moral /legal considerations, and the belief that climate risks affect portfolio risk and returns”, divestment is the least frequently used approach and investors with longer horizons generally engage through private discussions with the management: *Krueger/Sautner/Starks* (fn. 15), p. 36 et seq.

assessment of climate related fiduciary duties might be different in future considering that the business judgment rule presumes good faith and information and climate indifference or ignorance should be considered nowadays as a completely irrational behaviour⁴⁴. Good faith in fact is better understood as not bad faith and Delaware courts have found bad faith “where the decision is so far beyond the bounds of reasonable judgment that it seems essentially inexplicable on any other ground other than bad faith”⁴⁵. International and market pressure is increasing while the development of scientific methodologies and technical tools, already able to predict, in particular, the transition and the physical risks in the various geographic areas, bar boards from justifying themselves by arguing they have insufficient data or information⁴⁶.

3.4. *The Martin Act and Climate Related Disclosure*

The most powerful tool to foster climate-change disclosure and, consequentially, its consideration within directors’ managerial and strategic decision making is one of the blue sky laws⁴⁷, the Martin Act enacted in 1921⁴⁸. It provides the New York Attorney General with a uniquely effective instrument to pursue corporate civil fraud because of strong investigative powers and com-

44 See *Thomas Clarke*, “The Widening Scope of Directors’ Duties: The Increasing Impact of Corporate Social and Environmental Responsibility”, *Seattle University Law Review* 39 (2016), 531, 571. With reference to the standard of review of the business judgment rule, unless one of the already mentioned presumptions is not rebutted (i.e. decision taken “on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company” according to Supreme Court of Delaware, March 1, 1984, *Aronson v Lewis*, cit.) “the Court merely looks to see whether the business decision made was rational in the sense of being one logical approach to advancing the corporation’s objectives” according to the Court of Chancery of Delaware, September 8, 2010, *In re Dollar Thrifty S’holder Litig.*, 14 A.3d 573, 598 (Del. Ch. 2010) and only when a decision lacks any rationally conceivable basis will a court infer bad faith and a breach of duty” according to the Court of Chancery of Delaware, February 28, 2014, *In re Orchard Enters., Inc. S’holder Litig.*, 88 A. 3d 1, 34 (Del. Ch. 2014).

45 Court of Chancery of Delaware, May 20, 2016, *In re Chelsea Therapeutics International Ltd. Stockholders Litigation*, 2016 WL 3044721, at 7 (Del. Ch. May 20, 2016).

46 As another example of market pressure, see the Final Report issued in 2015 by the American Bar Association Task Force on Sustainable Development where sustainability is defined as “a framework for decision-making based on promotion of, among others, environmental protection....including climate disruption” and that involve all lawyers, not just environmental lawyers, cited by *Clarke* (fn. 44), 541 et seq.

47 A blue sky law is a state law that regulates the offering and sale of securities to protect the public from fraud; the emptiness of blue sky is a metaphor for the fraudulent basis of some securities (see *Marc I. Steinberg*, *Securities Regulation*, 2nd. ed., 1993, p. 2 et seqq.).

48 N.Y. GEN. BUS. LAW §§ 352–359-H.

bination of civil and criminal penalties – incomparable with SEC powers -: for example, it allows to analyse a company’s internal findings to be compared with external statements⁴⁹. The purpose of the Act is to prevent any fraud – defined as “any deceitful or dishonest practice” – in the sale of securities through any action that tends to deceive or mislead investors, without regard to the actor’s actual intent or the need to show reliance from third parties or the public on the fraudulent actions or the damages suffered⁵⁰.

With reference to the energy sector the Martin Act was used since 2007; in 2008, for the first time, an energy company was required to disclose in SEC filings the financial risks that climate change can pose, soon after which two other energy companies entered into a similar agreement with the Attorney General. In 2015 it was used again with: Peabody Energy Corp. that publicly stated it could not predict the impact of climate change laws or regulations on its performance while internal projections contained specific predictions for regulatory actions; ExxonMobil to determine whether the company committed fraud regarding climate change predictions and impact on strategy in its annual reports and public statements made by its executives to press and in advertisements by publicly “mischaracterizing the certainty of climate change research and the effect of this research on the company’s strategy” – the conflict between internal research and external statements, if any, would violate the Martin Act⁵¹. The latter investigation was prompted because two newspapers found that, while ExxonMobil pioneered climate change research since 1970 – closely studying how climate change would impact its strategy and affirming the certainty of its existence -, simultaneously it established a public policy that questioned this certainty⁵². In 2016, the Attorney General expanded its inves-

49 See *Ashley Poon*, “An Examination of New York’s Martin Act as a Tool to Combat Climate Change”, *Boston College Environmental Affairs Law Review* 44 (2017), 115, 116 who explains that the Act was not always as strong as it is today; it was used in the past to investigate major investment banks with reference to investment advice to clients, hedge and mutual funds, tobacco companies – the latter cases may actually serve as a useful potential blueprint for future litigation against oil and gas companies equating misstatements about research on nicotine’s addictiveness and smoking’s health effects and on climate change (*Id.*, 122 et seq.).

50 See Court of Appeals of the State of New York, December 4, 1926, *People v. Federated Radio Corp.*, 154 N.E. 655, 657, 658 (N.Y. 1926) for the definition of fraud: the Martin Act’s purpose is to prevent all kinds of fraud and no evil design is required. See also *Poon* (fn. 49), 121.

51 *Id.*, 115 et seq., 131 et seqq. See also *Nina Hart*, “Moving at a Glacial Pace: What Can State Attorneys do about SEC Inattention to Nondisclosure of Financially Material Risks Arising from Climate Change”, *Columbia Journal of Environmental Law* 40 (2015), 99, 106 et seq., 125 et seqq.

52 *Poon* (fn. 49), 117 also for references and details.

tigation to the company's accounting practices to examine why the company "did not write-down the value of its oil and gas reserves" on the balance sheet when energy prices dropped – while its peers since 2014 had written down their oil and gas asset values by a substantial amount; at the end of 2017, ExxonMobil in fact wrote down the value of its assets by more than two billion dollars⁵³. After the New York Attorney General, also other Attorneys General started, in 2016, to investigate ExxonMobil's climate change statements made to the public focusing as well on the divergence between internal research and public statements on climate change⁵⁴.

The three year investigation by the New York Attorney General with ExxonMobil concluded, in October 2018, with a lawsuit alleging the company's fraudulent use of an internal carbon price frequently higher than the price the company told the public it was using to simulate the impact of future climate change regulations⁵⁵: compared with the original investigation the focus of the lawsuit shifted to the hypothetical carbon price ExxonMobil was voluntarily using to price the value of its reserves and make investment decisions⁵⁶. Quoting Barbara Underwood, current Attorney General of New York: "Through its fraudulent scheme, Exxon in effect created a Potemkin village to create the illusion that it had fully considered the risks of future climate change regulation and had factored those risks into its business operations. In reality, Exxon knew that its representations were not supported by the facts and were contrary to its internal business practices. As a result of Exxon's fraud, the company was exposed to far greater risk from climate change regulations than investors were led to believe"; the request is to correct the misrepresentations and "the disgorgement of all amounts gained or retained as a result of the fraud, damages, restitution, and costs"⁵⁷.

53 *Id.*, 118. Actually the company's prediction for energy prices is closely related to how it accounts for the price of its existing oil and gas reserves and also reflects its view on climate change and potential future regulation.

54 Namely, California, Massachusetts, Virgin Islands: *Id.*, 138 et seq. for references and details.

55 *People of the State of New York* (fn. 3).

56 *Tristan R. Brown*, "ExxonMobil is Hit with Its Most Important Climate Lawsuit Yet", <https://seekingalpha.com/article/4215387-exxon-mobil-hit-important-climate-lawsuit-yet>, last accessed 7 November 2019.

57 *Ibid.* As stated in the lawsuit, "investors put their money and trust in the company which assured them of the long-term value of their shares" and "his fraud reached the highest level of the corporation": see Press release "A.G. Underwood Files Lawsuit Against ExxonMobil for Defrauding Investors Regarding Financial Risk the Company Faces from Climate Change Regulations", 24 October 2018, <https://ag.ny.gov/press-release/ag-underwood-files-lawsuit-against-exxonmobil-defrauding-investors-regarding-financial>, last accessed 7 November 2019.

It has to be highlighted that, according to this lawsuit, climate change is not only a matter of disclosure but, more importantly, of directors' decision making through the evaluation of climate change impact – in particular, the so-called regulatory risk – on the company's business. In other words, the Attorney General expects that, especially energy companies, do simulate the impact of future climate change regulation to their business when boards make investment decisions or approve the company's strategy, assess natural reserves and resources, test impairment of long-term assets, estimate future demand, supervise risk management⁵⁸. In this case, as matter of fact, the internal application of the GHG-related costs methodology disclosed to public would have implied large write-downs for the company⁵⁹. Therefore, according to the Attorney General the company has “a materially different risk profile” and its securities “are overvalued” and investors were harmed because “purchased or held Exxon securities at artificially inflated prices”⁶⁰.

The strength of the instrument makes the Attorneys General actions the best positioned to increase climate change disclosure and inclusion of climate change related factors into boards' decision making also influencing how the contents of directors' fiduciary duties should be interpreted and applied by companies and American courts. Therefore, regardless from the conclusion of the New York pending lawsuit⁶¹, it already represents the blueprint for establishing how directors of any company – not only from the energy industry – should govern climate change. In making investment decisions, business planning, assessing natural reserves (in case of energy companies), test potential impairment charges, projecting demand for the company's products and services, boards of directors should consider climate related future costs. These future costs should be determined making reference to various scenarios (from 1.5 to 4 or 5 depending on the geographic area). As a matter of fact, the securities fraud class actions mentioned above under Para. 3 and below under Para. 4 are based upon the allegations contained in the New York Attorney General action.

58 *People of the State of New York* (fn. 3), p. 1 et seq. For example, the lawsuit makes reference to ExxonMobil decision to expand its investments in GHG-intensive assets rather than protecting the company against the risk of future climate change regulation by reducing them (between 2008 and 2016 development and production projects in GHG-intensive heavy gas and oil sands increased by 10% in oil equivalent barrels: the increased GHG intensity of the upstream operations, in turn, increased the company's exposure to future climate change regulation); *ibid.*, p. 7.

59 *Id.*, p. 10.

60 *Id.*, p. 85 et seq.

61 The trial started 22 October 2019: <https://www.nytimes.com/2019/10/22/climate/new-york-lawsuit-exxon.html>, last accessed 7 November 2019.

4. Directors' Duties and Climate Change under US Federal Law

4.1. The "Micromanagement" Argument Recently Brought by SEC against Shareholders' Proposals under Rule 14a-8

Moving to US federal legislation, one legal instrument often used, especially in the last five years, by shareholders, is to submit proposals under Rule 14a-8 of the Code of Federal Regulations to ask for more climate-change related information to listed companies and, in general, to shape a more responsible corporate policy towards climate change⁶². Under Rule 14a-8 shareholders, meeting certain requirements therein specified, are allowed to place proposals on the corporation's proxy statement to be voted at the annual general meeting of shareholders; however, a resolution approved by the general meeting upon this proposal would only be advisory (so-called precatory resolutions) and not binding for the board of directors; under the Rule, the board of directors has thirteen grounds to reject a shareholder's proposal; the board's decision can be challenged by proponents before SEC and before courts⁶³.

In 2019 the SEC has sustained 45% percent of the companies' challenges against these proposals which is, by far, the highest percentage in the last six years: in particular, Exxon, Chevron and Devon Energy have all succeeded by arguing that shareholders' proposals infringe on the company's oversight of everyday business operations and the SEC agreed concluding that "forcing the companies to comply with the demands would be micromanaging" the company itself; by requesting a company to adopt targets aligned with the Paris Agreement goals the proposal would seek "to impose specific methods for implementing complex policies in place of the ongoing judgments of management

62 See David Hasemyer, "Investors Worried About Climate Change Run Into New SEC Roadblocks", Inside Climate News, 3 May 2019, <https://insideclimatenews.org/news/01052019/shareholder-resolution-climate-change-sec-challenge-micromanage-trump>. For example, in 2019 several proposals asked that companies: set and report on greenhouse gas reduction targets for emissions to be in line with the Paris Agreement; or, conduct a climate risk assessment of challenges the company would face; or, explain through carbon asset risk reports how companies plan to transition to a lower-carbon economy; or, refer about renewable energy use and goals; or, limit methane emissions; or, agree to nominate board members with climate change expertise; or, produce detailed reports on their political donations and lobbying intended to influence climate policy; or, take an oversight responsibility for climate change strategy to insure the company remains successful in an increasingly decarbonizing economy; or, address risks to public health from water contamination, poor air quality and climate change: see *Proxy Preview*, Helping Shareholders Vote Their Values, 2019, p. 17 et seq., <https://www.proxypreview.org/>, last accessed 7 November 2019.

63 See Rule 17 C.F.R. § 240.14a-8.

as overseen by its board of directors” and therefore the company may exclude the proposal under Rule 14-8 (i) (7) as “relating to the company’s business operations”⁶⁴.

The term “micromanage” was set, for the first time, in 2018 and has now become the main argument to reject shareholders’ proposals on climate⁶⁵. Even though no-action responses by SEC staff reflects only informal, discretionary views while only a court can decide whether a company is obliged to consider a shareholders’ proposal, it is undisputable that the recent “micromanagement” argument adopted by SEC might not only kill shareholders’ engagement on climate change but also reinforce the interpretation and application of the business judgment rule in the sense analysed in the previous paragraphs. In addition, it has been commented that the recent SEC approach is also an evidence that the climate change issue has political features in US that undermine an objective understanding and approach to it: there has been a sharp increase in the rejection of climate change related shareholders’ proposals in 2019 just when SEC is dominated by appointees of the current administration⁶⁶.

However, the micromanagement argument is indeed arguable as setting emissions’ goals for the future or adopting targets aligned with Paris Agreement goals has indeed to do with building a climate resilient strategy and therefore with long-term value creation for the company; basically, just the opposite of the ordinary day-by-day business. In the past both courts and SEC had insisted that the “ordinary business” exemption does not permit exclusion of proposals involving “matters which have significant policy, economic or other implications inherent in them”⁶⁷.

64 *Proxy Preview* (fn. 62) also reports that the number of climate-related shareholders’ proposals filed under Rule 14a-8 has dropped in 2019 from 82 (last year) to 58–33 of whom were filed with fossil fuel companies down from 35 in 2018; but this is mostly viewed as a good sign because it shows that companies have been responding to shareholders’ concerns and addressing the issue with less need of shareholders’ pressure. For SEC response to Exxon, see <https://www.documentcloud.org/documents/5985495-3-Page-Exxon-Objections-to-SEC-RE-2019-GHG.html>, last accessed 7 November 2019.

65 *Hasemyer* (fn. 62).

66 *Ibid.* showing that rate of challenges by SEC has increased from 18% in 2014 up to 30% in 2019. While, another author, observes that there might even be an “agency capture” by SEC given the very special interests to be regulated and the Commission is or might be threatened with budget cuts: *Hart* (fn. 51), 115, 120 et seqq.

67 See US District Court for the Southern District of New York, March 26, 1992, *Austin v. Consol. Edison Co. of New York*, 788 F. Supp. 192, 194 (S.D.N.Y. 1992) referring to SEC statement of 1976 when the Rule in its current form was adopted. On the meaning of “ordinary business” under Rule 14a-8, in general, according to case law and SEC, for a critical view, see: *Stephen M. Bainbridge*, Revitalizing SEC Rule 14a-8’s Ordinary Business Exemption: Preventing Shareholder Micromanagement by Proposal, Univer-

4.2. Duty of Disclosure of Climate Change-Related Risks and Opportunities

American federal securities law does not specifically address climate change among disclosure requirements but refers to “material effects” of compliance with environmental legislation within the 10-K reports under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934. The concept of ‘materiality’ means that there is “a substantial likelihood that a reasonable investor would attach importance in determining whether to buy or sell the securities registered”⁶⁸. Therefore, materiality has to be judged from the investor viewpoint. Under Item 101 reference is made to provisions that have already been enacted or adopted; consideration of probable future new regulations is not envisaged⁶⁹. Item 103 requires the companies to disclose pending legal proceedings that could have a material impact on business operations, including proceedings involving environmental claims⁷⁰. However, “ordinary routine litigation incidental to the business” does not have to be reported: Instruction 5 sets forth the criteria for what is not considered “ordinary routine litigation”⁷¹. Newly amended Item 105 requires disclosure of the most significant factors that make an investment “speculative or risky”; discussion must be concise and organized logically without presenting risks that could apply generically to any registrant or any offering and explaining how the risk affects the registrant or the securities, setting forth each risk factor under a sub caption that ade-

sity of California Los Angeles School of Law 2016, Law-Economics Research Paper No. 16–06, <https://ssrn.com/abstract=2750153>.

68 US Supreme Court, March 7, 1988, *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231–32 (1988) quoting US Supreme Court, June 14, 1976, *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976)) (“[T]o fulfil the materiality requirement ‘there must be a substantial likelihood that the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.’”). See also 17 C.F.R. § 240.12b-2.

69 Item, 101, requires a description of all material information related to an entity’s business operations and, among these, as to the “material effects that compliance with Federal, State and local provisions which have been enacted or adopted regulating discharge of material into the environment, or otherwise relating to the protection of the environment, may have upon the capital expenditures, earnings and competitive position of” the corporation, and as “any material estimated capital expenditures for environmental control facilities for the remainder of its current fiscal year, and its succeeding fiscal year and for such further periods as the registrant may deem material”. See 17 C.F.R. § 229.101 (2014) and 17 C.F.R. § 229.101 (c) (1) (xii).

70 17 C.F.R. § 229.103 (2014).

71 *Ibid.* For example, if the business ordinarily results in actions for negligence or other claims or if the amount involved does not exceed 10% of the current assets of the registrant no information need be given.

quately describes it⁷². Finally, Item 303 requires companies to discuss trends and uncertainties facing their business: it is believed that management has great flexibility to decide what constitutes a material trend or uncertainty⁷³. However the objective of the latter Item is to give investors “a historical and prospective analysis of the company’s financial conditions and results of operations” where the emphasis on the “prospects for the future” perhaps makes this provision “the most potent climate-change disclosure” requirement⁷⁴.

Since none of the mentioned provisions expressly refer to climate change, there is no consensus on “when such risks should be disclosed and how much detail ought to be included in federal securities filings”⁷⁵. For this reason, in 2007 a petition was submitted before SEC by institutional investors, environmental groups and the Attorney General of New York referring and reporting “recent scientific, legal, and regulatory developments” that make “unavoidably clear that the risks and opportunities many corporations face in connection with climate change fall squarely within the category of material information” yet corporate disclosures “lag behind” and investors “demand for more and better disclosure”⁷⁶. The petition stresses that under the materiality criterion climate risk must be disclosed considering “the steadily growing demand from investors for information about climate risk” who, exercising human judgment, increasingly consider climate risk part of the total mix of information they assess to make investment decisions⁷⁷.

After it, in 2010, SEC issued the first interpretive release specifically focusing on climate change that acknowledges that: “for some companies, the regulatory, legislative and other developments could have a significant effect on operating and financial decisions, including those on capital expenditures to reduce emissions and, for companies subject to ‘cap and trade’ laws, expenses

72 17 C.F.R. § 229.105 (Item 105) Risk factors (2019). The requirement no longer provides a list of sample risk factors but favor a principles-based approach that encourages companies to focus on their own specific circumstances.

73 17 C.F.R. § 229.303 (2019). See *Hart* (fn. 51), 102.

74 *Wallace* (fn. 36), 773 et. seqq. See also *Taylor/Kay* (fn. 29), 257 who believe that “Information about a company’s climate change policy might be of crucial importance to a particular class of investors. Thus, the failure to disclose as “immaterial” a company’s irresponsible environmental policy, even if currently legal, may not be as “unimportant” or “immaterial” as the company may have thought”.

75 *Hart* (fn. 51), 44.

76 Petition for Interpretive Guidance on Climate Risk Disclosure, 2007, at <https://www.ec.gov/rules/petitions/2007/petn4-547.pdf>, last accessed 7 November 2019 (also for list of all signatories and full contents).

77 *Id.*, p. 14. It is added that demanding better disclosure on companies’ climate-related risks is consistent with investors’ fiduciary duties towards their ultimate beneficiaries according to the “modern prudent-investor” rule (*Id.*, p. 43).

related to purchasing allowances where reduction targets cannot be met”; other companies may be “indirectly affected by changing prices for goods or services”; “there may be significant physical effects of climate change” that can impact “personnel, physical assets, supply chain and distribution chain”; and financial risks may consequently be associated to entities other than those affected by climate change consequences (e.g. suppliers, banks etc.)⁷⁸.

As commented by two authors, SEC expressly indicated that “companies could be helped or hurt by GHG-related litigation, business opportunities, or legislation, and should promptly disclose such potential impacts to investors” including, as example of indirect consequences, banks or insurance companies that invest in littoral property potentially affected by climate events⁷⁹. Even though the Guidance did not amend any provision of the Code of Federal Regulations and nothing has been actually added in the customary “materiality” analysis, what has changed with the Guidance has been the emphasis on “indirect consequences” of regulation or business trends and physical impacts of climate change that presupposes acceptance that certain phenomena derive from climate change.

The practical result is that companies that previously had foregone an analysis of the physical risk and indirect consequences of climate change, based on lack of consensus on global warming, may be required to evaluate these potential impacts more specifically⁸⁰. Therefore, according to SEC, depending on the facts and circumstances of a particular corporation, each of the items described above may require reference to the impact of climate change⁸¹. In addition, the

78 17 CFR Parts 211, 231, and 241 Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change; Final Rule, February 8, 2010, at p. 6291. The Commission explains (*Id.*, p. 6292) it started requesting disclosure on material environmental issues since 1970s. The release of this Guidance however was not without opposition: Representatives of Texas and Oregon of the Energy and Commerce Committee challenged the SEC’s legal authority to issue an interpretive guidance on climate change and the agency’s prioritization of a “social action agenda” rather than the protection of investors from corporate fraud also asserting the lack of scientific proof of global warming. The resolution to issue the guidance was approved by a vote of 3 to 2 along party line: see *Robinson & Cole LLP*, SEC Issues Guidance on Climate Change Disclosures, February 2010, p. 1, <http://www.rc.com/publications/upload/1875.pdf> – which is another evidence of the partisan approach to climate in US. As said, the impetus for the 2010 Guidance came not from the SEC itself but from various efforts, in particular from the Attorney General of New York; in addition, the signatories to the petitions, in a separate letter, requested SEC immediate action on the enforcement side: *Hart* (fn. 51), 104 et seqq. and *Wallace* (fn. 36), 70 et seqq.

79 *Taylor/Kay* (fn. 29), 254.

80 *Robinson & Cole LLP*. (fn. 78), p. 2.

81 With reference to a pending legislation or regulation, under Item 303, SEC explains that “unless management determines that it is not reasonably likely to be enacted, it must

Commission points out that disclosure shall not cover only negative consequences (e.g. costs of purchase allowances or credits under a “cap and trade” system, to improve facilities and equipment to reduce emissions, change to profit or loss because of decreased demand for goods or services) but also opportunities (e.g. if a “cap and trade” system is enacted the opportunity comes from the sale of allowances if the emissions are below the allotment) and always taking into consideration that climate change regulation is a rapidly developing area⁸².

Assuming that “impacts from a changing climate can pose serious risks to the global economy and affect many economic sectors”, in 2016 US Congress asked the Governmental Accountability Office (“GAO”) to review SEC’s efforts to implement its 2010 Guidance and the following flaws emerged: i) SEC faces constraints in reviewing climate-related disclosure because it primarily relies on information that companies provide and deem as material but does not have the authority to subpoena additional information from companies to understand how they arrived to that determination⁸³; ii) companies may report similar climate-related disclosures in different sections of the filings, in varying formats, use generic language not tailored to the company and do not include quantitative metrics – situation that makes difficult for both SEC reviewers and investors to compare and analyse filings across companies⁸⁴; iii) represen-

proceed on the assumption that the legislation or regulation will be enacted” and, of course, if enacted whether it is reasonably likely to have a material effect on the corporation, its financial conditions or results of operation, it has to be considered; the corporation shall also disclose, if material, the difficulties involved in assessing timing and effect of the pending legislation or regulation. See: 17 CFR Parts 211, 231, and 241 Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change (fn. 63), p. 6296.

- 82 *Ibid.* As for the physical effects examples, the Commission refers to harm to plants and facilities or disruption for management and distribution processes or for transportation, increased insurance claims or premiums, decreased agricultural production (*Id.*, p. 6297).
- 83 It is explained that SEC reviewers can request additional information or clarification from companies through comment letters only if they are aware of publicly-available contradictory information outside the filings: *United States Government Accountability Office (“GAO”), Report to Congressional Requesters. Climate-Related Risks. SEC Has Taken Steps to Clarify Disclosure Requirements*, 14 February 2018, <https://www.gao.gov/assets/700/690197.pdf>.
- 84 Referring to climate-related disclosure in the annual filings of 116 S&P 500 Index in 5 industries, GAO shows that: one beverage company reported its goal to reduce greenhouse gas emissions in the “business description” while another beverage company reported a similar goal on carbon footprint in the “risk factors section”; annual filings of three different companies were 389, 117 and 136 pages long; some filings just use boilerplate language not specific to that company and with no quantification; some companies do provide some quantitative information. See *Id.*, p. 18 et seq. and the Appendix II

tatives of industry associations consider the current climate-related disclosure requirements adequate even though some investor groups and asset management firms have highlighted the need of additional disclosure but without agreeing on the priority of climate-related disclosures; iv) finally, additional disclosure requirements or increased scrutiny of companies' information on climate could have "mission and resource implications" for SEC's Division of Corporate Finance⁸⁵.

The GAO also reported that, since 2010, SEC issued individual comment letters to specific companies on their climate-related disclosure that are publicly available for companies who wish to understand what it is SEC assessment on specific information⁸⁶; even though, one commentator highlights that the quantity of such letters has been very small showing "minimal attention" to disclosure of climate change risks and no specific commitment to implement the Guidance⁸⁷. In 2012 and 2014 SEC issued two reports to Congress to examine changes in climate-related disclosure in selected industries and found there is some level of disclosure but no notable change from one year to the other⁸⁸. Furthermore, in 2016 SEC asked for public input on potential changes on reporting climate-related risks and they are still considering recommendations based on comments received⁸⁹.

From the above analysis of disclosure requirements and their interpretation it can be inferred that rates and quality of disclosure has mainly remained "uneven and inconsistent" also after 2010⁹⁰; there is no general consensus on when such risks should be disclosed and how much details should be included in the filings⁹¹. The unevenness also appears from the fact that some companies have been suspected of disclosing significantly less information in SEC 10-K filings than in their voluntary disclosures⁹². Some changes have been recently occur-

(p. 35 et seqq.) with all illustrative Examples. And to further understand how dramatically climate-related information vary even between companies belonging to the same industry on methodology and figures, being also very often superficial, see *Hart* (fn. 51), 112 et seqq.

85 GAO (fn. 83), p. 14 et seqq.

86 *Ibid.*

87 *Hart* (fn. 51), 118 et seq.: at the end of 2013, SEC had issued a total of 52 letters on climate change out of a total of over 45,000.

88 GAO (fn. 83), p. 15.

89 *Id.*, p. 16.

90 To use the expression adopted in the Petition for Interpretive Guidance on Climate Risk Disclosure (fn. 76), p. 9.

91 *Hart* (fn. 51), 144. As examples of the unevenness, there are companies that may be considered exemplary in disclosure: see a list in *Taylor/Kay* (fn. 29), 230 et seqq., 257 et seq.

92 *Wallace* (fn. 36), 768 et seq. who qualifies the phenomenon as "a typical pattern" for companies that want to "reap reputational benefits" in voluntary disclosure but appear

ring limited to the energy sector since 2018: the top 20 American energy companies, by market capitalization, listed climate risks as material in their SEC 10-K filings suggesting that they view these factors as impactful to their business and long-term shareholder value even though level and specificity of disclosure for all industries is not enough if compared with European companies⁹³. In July 2019 a draft bill has been submitted before the Congress, the Climate Risk Disclosure Act, to amend the Securities Exchange Act of 1934 and require issuers to disclose information on their exposure to risks associated to climate change on an annual basis and SEC to establish quantitative and qualitative climate-related disclosure metrics and guidance; it is just a draft bill and the likelihood of being approved may not be so high⁹⁴.

In case companies breach disclosure regulations, as interpreted by case law and SEC Guidance dated 2010, Section 10(b) of the 1934 Act and regulations embodied in Rule 10b-5 therein would apply that make it unlawful to disclose untrue statements or to fail to include material information in SEC filings in which case both criminal and civil penalties do apply for the issuer and its officers and directors⁹⁵. With reference, in particular, to civil penalties, a lawsuit for damages with reference to 10-K filings in case of misstatements may be brought by injured plaintiffs, individually or through a class action, against the corporation, the board of directors, and, after the Sarbanes-Oxley Act of 2002, also the CEOs and CFOs; damages may consist of a company's share price drop as a consequence of a climate change matter being ignored when the market realizes it should have been instead disclosed. At that point any investor in the company's shares may be a legitimate plaintiff⁹⁶. One securities fraud class actions, still pending before US District Courts of Texas, has been brought under Rule 10b-5: *Ramirez v. Exxon Mobil*, filed by shareholders alleging material overstatement of the value of the company's reserves and material and

more restrictive in SEC disclosures because of liability potential and adverse market reaction.

93 Blackrock Investment Stewardship 2018 Annual Report, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2018.pdf>, last accessed 7 November 2019.

94 H.R. 3623 116th Congress 2019-2020.

95 17 C.F.R. § 240.10b-5.

96 See *Taylor/Kay* (fn. 29), 257 et seq. who explain – quoting the leading case on the “fraud-on-the-market” theory *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), 243 – that the climate-change matter need not have been at all relevant to the particular plaintiff who does not have to prove to have based an investment upon a decision regarding the disclosure or lack of disclosure of a climate-change matter: insofar as the market will reflect the true value of all relevant disclosed information (premised upon the efficient market hypothesis) investors are allowed to sue without need to show personal reliance on specific information disclosed; they only need to prove purchase of the company's shares.

misleading class period statements – by misrepresenting what it knew about climate change – that fraudulently inflated its stock⁹⁷.

Finally, in addition to SEC filings, disclosure of climate change risk can also be material under the financial accounting rules and the board of directors, as well as CEOs and CFOs, are responsible for the financial statements' contents. The statement FAS 5 refers to the “entire amount of a material liability that is probable and reasonably estimable” or under the “contingent liabilities” to be expressed on the balance sheet if “reasonably possible” but cannot be estimated to be disclosed in the footnotes to the financial statements⁹⁸.

5. European Directive N. 2014/95/EU

5.1. Duty of Climate-Related Disclosure

The European Union has been the first major economy to put in place a legally binding framework to deliver and go beyond the Paris Agreement covenants; it took the political decision “to make Europe the centre of gravity for global investment in the low-carbon, resource-efficient, and circular economy” adopting in 2018 an Action Plan on Sustainable Growth to identify, quite in details, future legislative steps towards this direction⁹⁹. In particular, the Eur-

97 US District Court of Texas, 7 November 2016, Case 3:16-cv-03111-L. On August 15, 2018 the judge denied the company's attempt to stop the suit and held the plaintiffs (led by the Pennsylvania Carpenter Pension Fund) established sufficient claims so the case will continue. Another class action proposed under the Employee Retirement Security Act, US District Court of Texas, 3 February 2017, *Azmi Attia et al v. Exxon Mobil*, Case 4:16-cv-03484, was instead defeated on February 2019 under the so-called test for stock-drop. The suit was filed by employees alleging fraud making Exxon stock imprudent, material overstatement of the value of its oil reserves, materially false and misleading statements: <https://www.law360.com/articles/1125378>, last accessed 7 November 2019.

98 FAS 5 (Statement of Financial Accounting Standards N. 5). According to the Financial Accounting Standards Board: “[M]ateriality judgments can properly be made only by those who have all the facts. The Board's present position is that no general standards of materiality could be formulated to take into account all the considerations that enter into experienced human judgment”: see Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts N. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information 45 (1980), available at <http://www.fasb.org/st/>, last accessed 7 November 2019. See also Wallace (fn. 36), 771.

99 Regulation (EU) 2018/1999 of the European Parliament and of the Council on the Governance of the Energy Union and Climate Action planning 2030 targets and a transition to a climate neutral economy of 11 December 2018, L 328/1; the European Commission Communication United in Delivering the Energy Union and Climate Action – Setting the Foundations for a Successful Clean Energy Transition, 16 June 2019 COM (2019)

European Commission brought the concept of ‘carbon bubble’ into new light stating that: “Between 60 and 80 per cent of the coal, oil and gas reserves of publicly listed companies are ‘unburnable’ if the world is to have a chance of keeping global warming well below 2 °C and as closely as possible to 1.5 °C as agreed at the COP21 in Paris. [...] a very substantial source of global systemic risk [...] is currently embedded within EU and global financial markets”¹⁰⁰.

With specific reference to corporate law, Europe addressed the climate change issue by imposing disclosure to big corporations (exceeding 500 employees) that have been required by the European Directive (EU) 2014/95 – in force since 2018 – to publish in the management report (or, as option, in a separate report) information, on the impact of the corporate activity on, among other factors, “environmental matters”, that is, the “short-term, medium-term and long-term implications” “based on the expected impact of science-based climate change scenarios on corporate strategies and activities”; the information is contained in the so-called “non-financial statement”¹⁰¹. Relevant corporations are not obliged to pursue policies with reference to the various factors therein mentioned but, in case a corporation does not pursue any policy, the non-financial statement “shall provide a clear and reasoned explanation for not doing so”¹⁰².

285; the European Commission Communication Action Plan: Financing Sustainable Growth, 8 March 2018 COM (2018) 97; the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, Final Report, 31 January 2018. However, climate change has taken central stage in the European political debate since the second half of 1980: *Sebastian Oberthur/Claire Roche Kelly*, “EU Leadership in International Climate Policy: Achievements and Challenges”, *The International Spectator* 43 (2008), 35.

100 Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament Draft Report, 2 February 2018. This argument has been recently confirmed by various economists according to whom to reach the Paris Agreement’s goal “substantial parts of the world’s fossil fuels simply cannot be combusted and must be left in the ground” and therefore advocate for a treaty limiting global fossil fuel supply: *Geir B. Asheim et al.*, “The Case for a Supply-Side Climate Treaty”, *Science* 365 (2019), 325. Similarly, *Peter Newell/Andrew Simms*, “Towards a Fossil Fuel Non-Proliferation Treaty, Climate Policy”, DOI:10.1080/14693062.2019.1636759 argue that a new approach is needed to tackle the climate crisis in which the supply-side of fossil fuels takes center stage and the crucial aspect is the need of international agreements and law to “effectively and fairly leave large swathes of remaining fossil fuels in the ground”.

101 Directive (EU) 2014/95 amending Directive (EU) 2013/34 as regards Disclosure of Non-Financial and Diversity Information by certain large undertakings and groups of October 22, 2014, L 330/1. See in particular Art. 1(1) inserting Art. 19a (1). In addition, the European Commission Communication N. 2017/C215/01, 8, 9 provides for guidance on reporting of “non-financial information” referred to by Directive (EU) 2014/95 specifying the meaning of “environmental matters” in the sense reported in the text.

102 Directive (EU) 2014/95, art. 1(1) inserting Art. 19a (1).

This means that boards of directors of any relevant European corporation shall, first of all, analyse whether the short, medium and long term implications of climate change may have an impact on the corporate strategies and activities and, then, evaluating such impact. If there is no impact, this has to be disclosed in the non-financial statement reporting the precise reasoning followed to reach this conclusion. If impacts have been identified and evaluated they shall be disclosed together with the policy adopted by directors to manage such impacts unless they resolve not to pursue any policy with reference to climate change – in which case a clear and reasoned explanation of such decision shall be reported as well.

In June 2019, the contents of disclosure on corporate climate-related information to be inserted in the non-financial statement have been specified through non-binding Guidelines issued by the European Commission that clarify the scope of climate information – not limited to the impact that climate change poses to business (so-called outside-in) but including the negative impact from the business activities on the climate (so-called inside-out)¹⁰³. They supplement those issued in 2017, specifically integrate the TCFD recommendations mentioned under para. 1 and are inspired by the proposals by the Technical Group on Sustainable Finance (“TEG”)¹⁰⁴. The six key principles set in the 2017 Guidelines have been confirmed, that is, information shall be material, fair, balanced and understandable, comprehensive but concise, strategic and forward-looking, stakeholder oriented, consistent and coherent¹⁰⁵. The Guidelines aim at fostering best practice in climate reporting and are very detailed despite a flexible approach by companies is recognized as necessary; integrated reporting of climate related information with other financial and non-financial information is encouraged¹⁰⁶. Taking into account the TCFD Recommendations, they identify typical climate-related risks and opportunities that should consider the whole value chain, upstream and downstream¹⁰⁷.

103 European Commission Communication, Guidelines on Non-financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-related Information, 2019/C 209/1, 20 June 2019 explaining that while the impact to the business is of most interest to investors, the impact of the company’s activities to the environment typically is of interest for citizens, consumers, business partners, communities etc. but may also be of interest for investors who want to measure the climate impacts of their portfolio (*Ibid.*, p. 4 et seq.).

104 EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, Report on Climate-related Disclosures, January 2019.

105 European Commission Communication (fn. 103), p. 3.

106 *Ibid.*, p. 5 et seq. Even the TCFD (fn. 6), iv, encourages climate-related financial disclosures to be reported in the mainstream annual financial filings.

107 European Commission Communication (fn. 103), p. 5 et seqq.

5.2. *Directors' Duty of Skill and Care and Consideration of Climate Change Risks and Opportunities in Europe*

The scope of the Non-Financial Directive N. 2014/95/EU is limited to disclosure requirements for relevant undertakings and groups. No provision in the Directive expressly refers to directors' duty of skill and care in relation to climate change (or sustainability matters). With reference to directors' duties and, more in general, to internal organization of companies, legislative powers in Europe are upon each member state. However, looking at the various jurisdictions it is possible to observe that a common principle applies to all European member states under which directors shall manage the company in compliance with the duty of care and loyalty. There are slight variations from one jurisdiction to the other and case law is obviously different – because enforcement rules vary – but the duty of care and loyalty applies to directors in any European jurisdiction¹⁰⁸.

The silence in the Directive N. 2014/95/EU on directors' duties is indeed illusory: by requiring disclosure on, among other factors, climate-related risks and opportunities, the Directive actually drives the board's whole activity on how to govern climate change. It presumes an understanding and assessment by the board of the impact of climate change on the business and vice-versa of the business on climate. In particular, the description of the business model – which is one of the four pillars of information¹⁰⁹ – assumes that the board of directors has planned the company's strategy taking into consideration, among other factors, the climate in the short, medium, long term, that is, a perspective which is longer than the one usually considered even in strategic plans and that involves also financial planning, both in terms of capital expenditures and of revenues, to take full account of all risks and opportunities. The issue at stake

108 See: *Paul L. Davis/Klaus J. Hopt*, "Corporate Boards in Europe – Accountability and Convergence", *The American Journal of Comparative Law* 61 (2013), 301, 346 et seq.; *Carsten Gerner-Beurle/Edmund P. Schuster*, Mapping directors' duties: strategies and trends in Europe, in: (H.S. Birkmose et al. ed.), *Boards of Directors in European Companies: Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, 2013, p. 13. In Italy, interestingly, Legislative Decree N. 254 of December 30 2016 implementing the Directive (EU) 2014/95 provides for directors, in addition to the duty of care (generally required under the Civil Code), also a duty of 'professionalism' which means a higher standard than usual to comply with disclosure to be interpreted as 'technical expertise' on ESG matters and therefore, at least, the need to be updated with all latest studies and documents: *Sabrina Bruno*, "Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori", *Rivista delle Società* 2018, 974, 1003 et seq.

109 According to the Directive (EU) 2014/95, art. 1(1) inserting Art. 19a (1), the four pillars of information are: business model, policies and due diligence, outcome of those policies, risks and their management.

here is whether the company's business is resilient to climate change different scenarios (from 1.5° C to above, depending on the geographic location – since nobody knows which scenario will occur) and it is the board of directors to be responsible for this evaluation.

In addition, disclosure on policies and due diligence processes – second pillar of the information – assumes that the board of directors, within its duty of oversight, has set an efficient control over the internal organization with reference to climate and the same duty of oversight applies with reference to disclosure on the outcomes of the company's policy on climate change – third pillar of the information – that refer to metrics and targets that it is upon the board's responsibility to check. The fourth pillar of information is disclosure on principal risks and their management: the board of directors is ultimately responsible for the processes adopted by the company with reference to risk management and therefore, in order to consider climate-related risks, directors shall apply a short, medium and long term perspective. Risks and opportunities are those identified by the TCFD Recommendations mentioned under Para. 1 above. Therefore, once material risks and opportunities have been identified to be correctly disclosed to the market – following the European Commission Guidelines¹¹⁰ that, even though not binding, do represent the most updated climate standard to be followed in order to fully comply with the duty of care -, they specifically impact the contents of the duty of skill and care with reference to strategic planning, oversight of internal organization and risk management, and decision making, in all European jurisdictions.

In particular, it has to be highlighted that, by reason of their nature, climate related information force directors towards a medium-long term horizon in managing companies otherwise the climate related consequences could not be fully understood and assessed. This applies even though a jurisdiction does not specifically contemplate the long term in the provisions addressing directors' duties: because of the disclosure requirement under the Directive N. 2014/95/EU, boards are induced to adopt a long term vision in managing the company to govern climate¹¹¹. Beyond disclosure therefore the Directive displays an en-

110 European Commission Communication (fn. 103).

111 While, for example, the Italian Civil Code – which is the main source of law for directors' duties and liability – does not ever mention long term or stakeholders' consideration, the UK Companies Act 2006 in its sec. 172 – addressing directors' duties – expressly refers to consideration, among other matters, of “the likely consequences of any decision in the long term”. It is worth mentioning also *Le Plan d' Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises (PACTE)* adopted in France by Loi 2019-486 du 22 mai 2019 *relative à la croissance et la transformation des entreprises* [Law 2019-486 of May 22, 2019 on the Development and Transformation of Enterprises] that, among other measures, provides for an amendment of Article 1833 c. CIV.

ormous impact on the contents of the duty of skill and care: disclosure on climate is functional to identify risks and opportunities and bears with it the consequential directors' duty to properly manage those risks and to embed those opportunities in setting the medium-long term strategy of the company. It can be inferred that, through disclosure, climate change enters in the management of big European corporations belonging to all industries: most companies are involved because climate change is "systemic and pervasive"¹¹².

Under the Directive N. 2014/95/EU sanctions, as consequence of non-compliance with disclosure, are left with member states. Effectiveness to disclosure is ensured by requiring statutory auditors and audit firm to check whether the non-financial statement or the separate report have been provided (i.e. control does not refer to the contents). However member states may require that the information therein included are verified by an independent assurance services provider¹¹³. As for non-compliance, member states' regulations vary. For example, in the UK and Germany it is a criminal offence on directors not to prepare and publish the non-financial information statement or not to refer to the policy pursued for each factor (and therefore for climate change) without giving a justification; in Italy, the consequence is an administrative monetary penalty extended to those who verify the non-financial statement; in France, the only consequence is that any interested party may send a request to a judge of summary proceedings asking for the information to be provided (if the application is granted, penalty and procedure costs are upon the directors)¹¹⁴. Ob-

to change the definition and the scope of the company's interest and the duty to take into consideration social and environmental matters in carrying out its activity; therefore French directors are obliged to consider these matters in managing companies. Art. 169 (1) of the Loi states "*La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*" [The company is managed to pursue its social interest, taking into consideration social and environmental issues of its activity]. In any case, as explained, even though a European jurisdiction does not contemplate similar provisions, the conduct of directors, with reference to climate change, should be the one described in the text because of the Directive (EU) 2014/95.

112 To cite the expression used by the European Commission Communication (fn. 103), at 5. In addition, *TCFD* (fn. 6), p. 15 et seq. exemplifies all industries involved. According to *Gregor Bachmann*, "CSR-bezogene Vorstands- und Aufsichtsratspflichten und ihre Sanktionierung", *ZGR* 2–3 (2018), 231 et seqq., however, the European new rules have established additional reporting requirements but without fundamentally changing the obligations regarding the management of the company.

113 Directive (EU) 2014/95, Art. 1 inserting Art. 19 a (5) (6).

114 See *Claire Jeffery*, "Comparing the Implementation of the EU Non-Financial Reporting Directive in the UK, Germany, France and Italy", *Frank Bold*, November 2017, 6 et seqq.

viously, under general principles of law and procedures of each member state, in addition to the specified sanctions, directors' civil liability for damages shall apply in case of misstatements or breach of the duty of skill and care as construed in this paragraph. Since the legislation is very recent there is no case law at the moment.

6. Conclusions: because of Regulation, Europe Is Better Positioned to Mitigate the "Carbon Bubble"

The comparison between US and EU, with reference to climate change and directors' duties, shows striking differences. Faithful to their legal tradition, a market solution is prevailing in US while the European Union has chosen a regulatory approach. The draft bill "Climate Risk Disclosure Act" was introduced in July 2019 before US Congress amid many opponents but the previous version, dated 2018, never received a vote: climate change appears to be a highly partisan topic in US. In addition, the current assessment of directors' duties under state law may not include consideration of climate change risks and opportunities according to American authors making potential derivative or class actions unlikely to be successful – even though a prospective evolution of fiduciary duties is conceivable. At the moment, the sole effective tool to increase climate change disclosure to market, shape boards' decision making or, alternatively, spread awareness for lawsuits is the Martin Act or other blue sky laws.

By contrast, European legislation took a sharp position to implement the Paris Agreement and requires disclosure on the policies adopted by big corporations of any industry on climate change risks and opportunities (or, otherwise, specific explanation and justification on why none is adopted) in order to encourage sufficient, reliable and comparable information according to the best international standards. The reason of the strong European commitment derives from the economic and scientific studies showing that climate change is a financial factor that can have an impact on the company's profitability with reference to both risks and opportunities: in this respect, there is no contrast between shareholders' and stakeholders' interests.

Through disclosure climate change imprints the contents of directors' duty of skill and care in Europe: in planning the company's strategy or deciding whether or not to make medium-long term investments, they shall certainly take into consideration – to fully comply with the duty of care – the climate change factor and, in particular, all different scenarios. The 1.5 °C or 2 °C target cannot be dismissed as unlikely to happen as not only Europe but also other countries (including China) are very seriously implementing the Paris Agreement and this might cause sudden and disruptive change of regulations

in the near future¹¹⁵; while the different scenarios (3 °C up to 5 °C) could have even worse consequences for corporations and assets' value across industries. The board shall try to prevent any possible climate crisis and exploit any possible opportunity in order to faithfully meet its duties. In US, for certain corporations, climate change may be material (as any other risk) under 10-K reports or the accounting rules and accordingly shall be disclosed and therefore managed by the board. However, rules are not clearly and fully set by SEC and climate disclosure looks uneven and poor.

Because of the different requirements, levels of disclosure of US and EU corporations are already significantly different despite European legislation has been recently enacted. Companies headquartered in US are less likely to report substantive risks or opportunities according to the analysis conducted by CDP compared with European companies¹¹⁶. This means that, because of lack of stringent regulation on climate, US companies may overlook risks and lose opportunities. US market looks riskier than EU market and, very soon, the situation will be even more evident as climate information has been furtherly encouraged and improved by the recent European Commission Communication N. 2019/C 209/01. American companies might not keep pace with European companies both in terms of transparency standards and consequential directors' governance of climate change, i.e. correct evaluation of assets, identification of risks, definition of strategy, and assessment of the resilience of the business model.

This situation can drive the financial sector (i.e. institutional investors as well as banks and insurance companies – that is, investments and lending) to direct capital where risks and solutions to climate crisis have been identified, faced, exploited and therefore managed – consequence that is not so far away as some investors have already decided to divest where no guarantee is given and others may massively reallocate capital¹¹⁷. Failing to consider the resili-

115 It has been stated that there is “no single answer to the question of whether it is feasible to limit warming to 1.5° C and adapt to the consequences” by *Intergovernmental Panel on Climate Change*, Technical Summary, 5 June 2018.

116 US companies report a potential financial impact of over US\$110 billion representing only 10% of the total financial risk – despite being the largest national group in the sample – with surprising lower figures of physical risks – given the significant losses incurred in 2017 due to extreme weather and natural disasters – and opportunities of US\$450 billion that is less than half of what EU companies report; on the contrary, almost 60% of EU companies identify substantive risks and opportunities that amount to US\$640 billion risks in total – that is, nearly six times the amount reported by US companies – and US\$1.3 trillion of opportunities: *CDP* (fn. 11), p. 6.

117 Since 2007 in the Petition for Interpretive Guidance on Climate Risk Disclosure (fn. 76), p. 7 et seq. in US it was pointed out that investors look for “the companies best positioned to avoid the financial risks associated with climate change and to capitalize

ence of each business model to the new world could mean killing the company¹¹⁸. What is at stake is not only the long-term interest of shareholders – that from a strictly legal viewpoint may lack a solid foundation, at least in some jurisdictions, and could be subject to different interpretations – but the company’s profitability at the present since an accelerated transition to a decarbonized economy may be disruptive for certain business models and impair them.

Consideration and actions by directors shall start now because there is a difference between the timescale within which the transition is completed and the timescale within which its effects on the market are – as they are – visible¹¹⁹. That is why US companies are at risk of losing competitiveness against EU peers as they lag behind in climate risk disclosure and consequential managerial conduct – situation that might get worse with no bloated federal legislative intervention. Even though US institutional investors have been more and more frequently asking for better disclosure on the theme, especially through shareholders’ proposals under Rule 14a-8, this instrument – recently undermined by SEC micro-management argument reported under Para. 4.1 – may exacerbate the unevenness of conduct among corporations for two main reasons: 1) companies may respond differently¹²⁰; 2) institutional investors may act differ-

on the new opportunities that greenhouse gas regulation will provide” highlighting that interest in climate change “is not limited to investors with a specific moral or policy” view but is “purely financial”; they want to identify, and invest in, “companies that are “out front” in responding to climate risks and opportunities, and to avoid firms that are behind the curve” as “climate risk has become a key indicator of corporate performance”.

118 With reference to international oil companies a study shows that “decarbonisation and maintaining high returns with the existing set of technologies and business models is not feasible” while investments in low carbon energy technologies is key for those companies aiming to participate to the energy transition, or to lead it: *The Oxford Institute for Energy Studies*, *The Energy Transition and Oil Companies’ Hard Choices*, July 2019, passim. The study already shows a big difference between European and American big oil companies with the first leading by far for patents to advance renewable energy and improvements in the energy efficiency compared to the latter (*Ibid.*, p. 5).

119 *Ibid.*, p. 3. Figures referred to the power sector show that those companies that did not cater for an early integration of climate related risks within their strategies are facing higher risks than initially planned for: *CDP* (fn. 11), p. 7.

120 For example, Microsoft in 2019 responded to customer pressure and agreed to double its internal fee on carbon emissions to \$15/ton (*Suz Mac Cormac/Brian M. Wong*, “Climate Risk Management for Boards”, forthcoming) and Google, UPS, Walmart and Target reported in 2019 on climate change plan because of investors’ engagement. On the contrary, at the general meeting of Amazon in 2019, the shareholder proposal requesting a report describing the planning for disruptions posed by climate change and

ently by asking selective information to some companies but not to others and react differently to issuers¹²¹.

The market cannot solve climate change by itself. Therefore, there will be much more uniform, comparable and transparent information in the EU market (the effort being that of standardizing them¹²²) than in US. It is likely that EU market will curb the carbon bubble whereas the US financial market may not¹²³. The results might soon be at least three: 1) European financial markets fully reflecting and pricing climate related risks and opportunities vs. American financial market much less transparent or even mispriced as investors' pressure cannot be as powerful as regulation; 2) different cost of capital as institutional investors, banks and insurance companies, in times of globalization, may decide to reallocate their capital towards companies whose climate (and in general sustainability) risks as well as opportunities are more and more uniformly or comparably disclosed and, before it, assessed and managed; 3) the more and more society is becoming sensitive to climate issues, customers (or indeed employees) may direct their choices towards companies respectful of the environment (once their policies are disclosed to the market).

Indeed, in addition to Europe also other markets might be taken into consideration: a number of governments and financial regulators worldwide are supporting the TCFD recommendations (e.g. Australia, Canada, Hong Kong, Japan, Singapore, South Africa). In other words, it is the profitability of American corporations that might be at stake because of poor climate governance. The climate change issue is a financial factor, not a moral or political issue and cannot be overlooked by boards of directors of any industry. It has been said that: "ignoring the impact of climate change on business in the long term and

for reduction of the company-wide dependence on fossil fuels (highlighting that Amazon "is not a mere victim of climate change as its operations contribute significantly to the problem" because of coal still powers of data centers, diesel, gasoline, and jet fuel still power package delivery") was recommended by the board of directors to be voted "against" arguing that Amazon is already committed to disclose its carbon footprint along with related goals and programs: *Amazon.Com, Inc.*, Proxy Statement for the annual meeting of shareholder 22 May 2019, Item 11, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1018724/000119312519102995/d667736ddef14a.htm>, last accessed 18 July 2019.

121 For example, *Blackrock* declared: "we voted against a shareholder proposal seeking detailed 2 °C scenario planning disclosure, because we found the proposal overly prescriptive": see *Blackrock* (fn. 93).

122 See the European Commission Communication (fn. 103).

123 For example, *Exxon Mobil* plans "to pump 25% more oil and gas in 2025 than in 2017": *The Economist*, Briefing ExxonMobil, 9 February 2019, 7.

the short term is at the best irresponsible, and at worst could deal a significant blow to the company and its shareholders”¹²⁴.

Acknowledgement: I wish to thank: Joseph Grundfest, Full Professor of Law and Business at Stanford Law School, for his sponsorship to my Visiting Scholarship at Stanford Law School during which I wrote this paper; Karina Litvack, Non-executive Director at ENI S.p.a., for having introduced me to the climate change issue almost four years ago; Stefano Pareglio, Professor of Environmental and Energy Economics at Università Cattolica (Italy) and Research Coordinator at Fondazione Enrico Mattei, for the thoughtful discussions we have had in the past years and for having expanded my knowledge on climate change science; Susan Mac Cormac Taylor, lecturer of Social Enterprise Law at Berkeley Law School and corporate partner at Morrison & Foerster, for the interesting exchange of views on European and US climate governance during last summer.

124 Mac Cormac & Wong, fn. 120.

Sabrina Bruno

**DICHIARAZIONE “NON
FINANZIARIA” E OBBLIGHI DEGLI
AMMINISTRATORI**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

SABRINA BRUNO *

Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori **

SOMMARIO: 1. I presupposti della Direttiva 2014/95/UE in materia di trasparenza sulle informazioni non finanziarie e sulla diversità: la c.d. *corporate social responsibility*. — 2. Obbligo di trasparenza o soluzione di mercato? Europa vs. USA. — 3. La selezione delle informazioni rilevanti: criterio di scelta e contenuto dell’obbligo del consiglio di amministrazione. — 3.1. Le informazioni relative al cambiamento climatico: il Rapporto della *Task Force* del *Financial Stability Board* del giugno 2017. — 4. Il decreto legislativo di recepimento n. 254 del 30 dicembre 2016. La scelta sulla forma di comunicazione. — 5. La responsabilità ed il controllo per la correttezza delle informazioni: Direttiva vs. Decreto italiano di recepimento. L’esplicito requisito di professionalità per gli amministratori: conseguenze. — 6. Voto assembleare sulla dichiarazione non finanziaria? — 7. Dichiarazione non finanziaria, obblighi di gestione degli amministratori e interessi degli *stakeholders*. — 8. Conclusioni: è tempo di modificare le disposizioni del codice civile, sul modello della Sez. 172 CA 2006.

1. La Direttiva n. 95 del 22 ottobre 2014 introduce alcune modifiche alla Direttiva n. 34 del 26 giugno 2013, integrando le informazioni che devono essere inserite nella relazione annuale sulla gestione da parte delle imprese che abbiano una rilevanza significativa per il pubblico, individuata nel numero di dipendenti superiore a 500 ⁽¹⁾. Già le modifiche introdotte nel 2003 alla Quarta Direttiva avevano preso in considerazione, anche se nei limiti di ciò che potesse essere considerato necessario a comprendere l’attività

(*) Professore ordinario di diritto privato comparato, Università della Calabria - LUISS G. Carli.

(**) Desidero ringraziare il prof. Joe Grundfest (Stanford Law School), Lisa Jackson (*Vice President of Environment, Policy and Social Initiatives* Apple) e Luca Maestri (*Chief Financial Officer* Apple) per l’interessante ed utile scambio di idee, sul tema dell’informazione integrata o separata, che ho avuto la possibilità di avere nel luglio 2017 durante un mio breve soggiorno di ricerca in California.

⁽¹⁾ La Direttiva n. 2014/95/UE introduce nella Direttiva n. 2013/34/UE gli artt. 19a) e 29a) al fine di prevedere informazioni aggiuntive nella relazione sulla gestione, in materia non finanziaria.

della società, alcune informazioni non finanziarie, in particolare con riferimento all'ambiente ed ai lavoratori ⁽²⁾. La più recente Direttiva tuttavia amplia le materie oggetto di trasparenza, in particolare per quanto riguarda le tematiche sociali, e soprattutto specifica espressamente l'obbligo di pubblicarle. Scopo di quest'articolo è innanzitutto quello di chiarire e definire il contenuto dell'obbligo di trasparenza — come ricostruibile dalle diverse fonti, di natura vincolante e non vincolante, emanate a livello internazionale — per poi investigare se e quali siano le conseguenze indirette della nuova disciplina sull'esercizio della discrezionalità gestoria nel nostro ordinamento.

La Direttiva trova origine e fondamento nei seguenti interventi legislativi, menzionati tra i Considerando: 1) le comunicazioni della Commissione europea del 13 aprile 2011 e del 25 ottobre 2011 che identificavano la necessità di aumentare il livello di trasparenza, in tutti i settori, in materia di ambiente e questioni sociali ⁽³⁾; 2) le due risoluzioni del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013 in cui si riconosceva l'importanza dell'informativa in materia di sostenibilità — con riferimento in particolare, ai fattori ambientali e sociali — al duplice fine di: *i*) identificare i rischi nel lungo periodo, derivanti dalla mancata adeguata considerazione di questi fattori, che possono avere un impatto sulla gestione; e *ii*) promuovere la fiducia degli investitori — erosa dalla crisi economica globale — e dei consumatori ⁽⁴⁾.

L'idea di fondo, che emerge chiaramente dai documenti cui i Considerando si riferiscono, è che la c.d. *corporate social responsibility*, intesa come responsabilità delle imprese per l'impatto che la loro attività produce sulla collettività in generale, possa servire a far recuperare la fiducia perduta da parte del mercato — necessaria per una ripresa economica sostenibile —, e a mitigare le conseguenze sociali della crisi economica; la c.d. responsabilità sociale dell'impresa, pertanto, è intesa sia nell'interesse dell'attività imprenditoriale che della comunità sociale nel suo complesso. Non esiste antinomia — nell'impostazione concettuale del legislatore europeo — tra interesse dell'impresa ed interesse della comunità complessivamente

⁽²⁾ Cfr. Art. 46 (1)(b) Quarta Direttiva n. 78/660/EC che prevedeva, come contenuto della relazione sulla gestione, un'analisi « nella misura necessaria alla comprensione dell'andamento, dei risultati degli affari della società o della sua situazione sia degli indicatori finanziari fondamentali di prestazione sia, se del caso, di quelli non finanziari pertinenti per l'attività specifica della società, comprese informazioni attinenti all'ambiente e al personale ».

⁽³⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Single Market Act - Twelve levers to boost growth and strengthen confidence* - "Working together to create new growth", Brussels, 13.4. 2011 COM (2011) 206; ID., *A renewed EU strategy 2011-2014 for corporate social responsibility*, Brussels, 25.10.2011 COM (2011) 681.

⁽⁴⁾ Risoluzione del Parlamento Europeo, 6 febbraio 2013, n. 2012/2097 (INI), *Sulla Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso la ripresa sostenibile e inclusiva*; ID., n. 2012/2098 (INI), *Sulla Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale affidabile, trasparente e responsabile e crescita sostenibile*.

considerata ⁽⁵⁾. Ancora più chiaramente l'*Impact Assessment*, che ha accompagnato la Direttiva, sottolinea che un approccio strategico alla *corporate social responsibility* è fondamentale per rendere le imprese più competitive in quanto migliora la gestione dei rischi, consente un risparmio sui costi, migliora l'accesso agli investimenti, il rapporto con i consumatori, la gestione delle risorse umane e la capacità innovativa. Lo scopo è dunque ambivalente: da un lato massimizzare lo *shared value* tra azionisti e *stakeholders* — i primi dei quali ricaveranno più profitti, i secondi più benefici — e dall'altro, prevenire e mitigare possibili impatti avversi che potrebbero viceversa scaturire, dall'attività imprenditoriale, sulla collettività ⁽⁶⁾.

In realtà, questi interventi della Commissione europea trovano origine, a loro volta, in precedenti gruppi di lavoro che si erano già occupati di trasparenza sulle informazioni ambientali, sociali e di *governance* (internazionalmente conosciute con la sigla ESG, *environment, social, governance*), tenutisi negli anni 2009 e 2010 presso la Direzione generale "Impresa" della

⁽⁵⁾ Cfr., in particolare, Risoluzione del Parlamento europeo, n. 2012/2098 (INI) (nt.4), par. 2. In dottrina è stato ricostruito che « la teoria contemporanea della CSR ha avuto, sin dall'origine, due anime, non del tutto coerenti tra loro: da un lato, la riaffermazione del primato dell'etica, anche con riferimento alle attività economiche; dall'altro considerazioni di pura e semplice efficienza produttiva » (cfr. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in questa *Rivista*, 2009, 22 s. ove ampi riferimenti cui si rinvia). Sparisce, a mio avviso, tale dicotomia negli interventi del legislatore europeo.

⁽⁶⁾ Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Amending Council Directive 78/660/EEC and 83/349/EEC as Regards Disclosure of Non-Financial and Diversity Information by Certain Large Companies and Group*, Brussels, 16.4.2013 COM (2013) 207. Il documento pone, a base delle sue affermazioni, alcuni studi economici che indicano una correlazione positiva tra migliori informazioni non finanziarie e migliori risultati finanziari; con specifico riferimento al tema della diversità nei consigli di amministrazione, però, i risultati delle ricerche non sono così univoci come ivi ammesso, Id., 20 s., in particolare nt. 91, 95. Tuttavia proprio l'Italia è uno dei pochi paesi nei quali è possibile analizzare con rigore le conseguenze della diversità di genere in quanto, avendo la legge n. 120 del 12 agosto 2011 imposto esogenamente un aumento della presenza femminile, è possibile confrontare i risultati economici prima e dopo la legge medesima ed inoltre, essendo stata la legge applicata in tempi diversi da società a società (a seconda della scadenza del mandato), è possibile identificarne l'effetto in modo ancora più preciso. Attraverso questi criteri, un recente studio ha concluso che: a) non ci sono conseguenze significative sulla *performance* aziendale, b) tuttavia sono aumentati sia il livello di istruzione che la qualifica degli amministratori ed è diminuita la loro età e queste sono caratteristiche che il mercato finanziario riconosce associate a maggiori rendimenti; c) esistono conseguenze sulla *performance* dei mercati finanziari che hanno ridotto la volatilità dei prezzi delle azioni e ci sono stati rendimenti migliori dei titoli (associati alle quote di genere) sui mercati finanziari. Cfr. G. FERRARI - V. FERRARO - P. PROFETA - C. PRONZATO, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, in *Institute for the Study of Labor, Discussion Paper Series IZA DP No. 10239*, September 2016, *passim*. Per riprendere l'espressione di M. LIBERTINI (nt. 5), 24 utilizzata anni fa con riferimento alla CSR in generale, « per l'impresa sarebbe dunque conveniente comportarsi come soggetto socialmente responsabile », è « una scelta aziendale razionale ».

Commissione europea: essi hanno costituito il primo segno tangibile che — a seguito della crisi finanziaria che aveva messo in luce, tra le altre cose, le debolezze degli *standards* contabili internazionali tradizionali — la Commissione europea, sotto la guida di Barroso, avesse cambiato strategia, focalizzando la sua attenzione sulla *corporate social responsibility* tanto che componenti dei gruppi di lavoro erano, non soltanto gli investitori, ma anche altri *stakeholders* (7). La principale conclusione di questi gruppi di lavoro fu che l'Europa dovesse mandare un chiaro segnale politico alle imprese e agli *stakeholders*, occupandosi della trasparenza delle informazioni ambientali, sociali e di *governance* (8). Mentre, con riferimento alla diversità e alla gestione del rischio, c'era stata una consultazione generale nel 2011, scaturita nell'emanazione del *Green Paper on EU Corporate Governance Framework* (9). Di seguito la Commissione europea adottò una Comunicazione in materia di crescita sostenibile ed inclusiva in cui, tra le altre cose, venivano promosse le politiche a sostegno dell'ambiente, di un utilizzo efficiente delle risorse energetiche ed, espressamente, la *corporate social responsibility* al fine di aumentare la fiducia dei lavoratori e dei consumatori (10). Venne poi lanciato, con specifico riferimento all'informativa societaria, un documento di consultazione su queste tematiche (11).

In questo modo, in verità, l'Europa rispondeva ad un'iniziativa che era nata presso le Nazioni Unite già nel 1999 quando l'allora segretario generale, Kofi Annan, costituiva il *Global Compact* presso il *World Economic Forum* di Davos invitando il mondo imprenditoriale a supportare nuovi principi di natura volontaria, indirizzati a gestori ed investitori professionali che fun-

(7) Sulle critiche emerse, con l'avvento della crisi, contro gli *standards* contabili internazionali e sui conseguenti interventi della Commissione europea, cfr. D. MONCIARDINI - J. DUMAY - L. BIONDI, *Integrated Reporting and EU Law. Competing, Converging or Complementary Regulatory Frameworks?*, in *University of Oslo Faculty of Law, Legal Studies Research, Paper Series N. 2017-23*, 3 s. ove gli autori sottolineano il fallimento dei principi contabili tradizionali rispetto alle esigenze della società nel suo complesso, dell'ambiente e dei bisogni economici che vanno al di là degli interessi degli azionisti.

(8) COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2009a). *European Workshops in Disclosure of Environmental, Social and Governance Information, Workshop I - the Enterprise Perspective*, 18 September, Brussels; Id., (2009b). *European Workshops in Disclosure of Environmental, Social and Governance Information, Workshop 3 - Civil society, consumer and media perspective*, 4 December, Brussels; Id., (2009c). *European Workshops in Disclosure of Environmental, Social and Governance Information, Workshop 6 - the Final Workshop*, 25 February, Brussels. Cfr. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/reporting-disclosure/swedish-presidency/index_en.htm.

(9) Cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/corporate-governance-framework_en.htm.

(10) COMMISSIONE EUROPEA, *Europe 2020. A Strategy for a Smart, Sustainable and Inclusive Growth*, Brussels, 3 ottobre 2010 COM(2010) 2020, 12, 15.

(11) DG INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Financial Reporting Unit, Public Consultation on Disclosure of Non-Financial Information by Companies*, 2010.

gessero da guida nelle decisioni di investimento, i c.d. *UN Principles for Responsible Investment* ⁽¹²⁾.

Con la crisi finanziaria l'attenzione politica e legislativa su queste tematiche è cresciuta enormemente; di conseguenza l'Unione europea è intervenuta, come sopra spiegato, infine modificando la Direttiva n. 34/2013 affinché le imprese di rilevanza significativa per il pubblico forniscano informazioni anche su queste tematiche ⁽¹³⁾.

2. In particolare, secondo la nuova disciplina, la relazione sulla gestione deve contenere informazioni sullo sviluppo, il risultato, la posizione e l'impatto che l'attività della società ha sulle questioni ambientali, sociali, lavorative, sul rispetto dei diritti umani, sulla lotta alla corruzione attiva e passiva. La dichiarazione deve comprendere una descrizione del modello di business, delle politiche perseguite e dei processi individuati per verificarne l'attuazione, i risultati di queste politiche, i principali rischi che potrebbero derivare sull'operatività della società dalla mancata considerazione di questi fattori (per quanto riguarda i rapporti commerciali, i prodotti ed i servizi) e come la società gestisce questi rischi ed infine i *key performance indicators* di riferimento, ovverossia gli indicatori fondamentali di prestazione rispetto ai quali valutare la considerazione dei fattori identificati dalla disciplina. Il contenuto informativo descritto è quello minimale, come espressamente

⁽¹²⁾ Cfr. I sottoscrittori dei principi si impegnano a: 1. Includere considerazioni ambientali, sociali e di *governance* nelle analisi e decisioni di investimento; 2. Essere azionisti attivi ed includere le tematiche ambientali, sociali e di *governance* nelle politiche e pratiche di esercizio dei diritti di socio; 3. Cercare informazioni appropriate dalle società in cui si investe in materia ambientale, sociale e di *governance*; 4. Promuovere l'accettazione ed il rispetto dei Principi da parte del mondo degli investitori; 5. Lavorare insieme per aumentare l'efficacia nell'applicazione dei Principi; 6. Riferire sulle attività svolte e sui progressi raggiunti nell'applicazione dei Principi. Dal 2006 l'adesione ai Principi è cresciuta enormemente raggiungendo, nel 2016, calcolando gli investimenti, circa 69 trilioni di dollari nel mondo con più di 1700 firmatari da oltre 50 paesi. Il mercato con i maggiori investimenti è l'Europa; il mercato a maggiore crescita è quello statunitense. Cfr. *Principles for Responsible Investment. An Investor Initiative in Partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact. 2006-2016*. Esistono altre iniziative simili in ambito internazionale: il *Carbon Disclosure Project* che si concentra sull'impatto ambientale ed ha oltre 800 investitori firmatari; il *Science Based Targets* per definire parametri di decarbonizzazione; il *We Mean Business*, piattaforma creata per la transizione energetica ad una economia a bassa emissione che è stata sottoscritta da 183 investitori per un totale di 21 trilioni di dollari.

⁽¹³⁾ Per un'interessante e approfondita ricostruzione storica della teoria della *corporate social responsibility*, anche con riferimento agli studi aziendalistici, cfr. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali* (nt. 5), *passim*, in particolare 17 s.; l'A. afferma che, sul piano della storia delle idee e della teorizzazione delle finalità dell'impresa, essa si sia affermata con prepotenza dagli anni Ottanta in poi; nello stesso periodo è maturata l'idea dello sviluppo sostenibile. Cfr. inoltre, F. DENOZZA, *Le aporie della concezione volontaristica della CSR*, in *La responsabilità sociale dell'impresa. Scritti in ricordo di G. Auletta*, a cura di V. Di Cataldo - P.M. Sanfilippo, Torino, 2013, 49 s.; M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, *ivi*, 9 s.

statuito nell'art. 19a) della Direttiva ⁽¹⁴⁾. Quindi le società potrebbero identificare altre informazioni sensibili: ad esempio, la politica adottata in materia di *privacy*, di sicurezza informatica, o di accessibilità dei propri prodotti da parte delle persone diversamente abili etc. In aggiunta a queste informazioni, l'art. 20 della Direttiva prescrive l'obbligo di dichiarare, sempre nella relazione sulla gestione, anche la politica adottata dalla società in materia di diversità per quanto riguarda l'organizzazione amministrativa e gli organi di gestione e controllo, facendo riferimento al genere, età, competenza professionale, ed altre caratteristiche.

Bisogna sin d'ora sottolineare che le società non sono obbligate dalla disposizione a perseguire politiche a favore degli *stakeholders* indicati, né in materia di diversità. L'obbligo previsto dalla disciplina ha ad oggetto la trasparenza sulle scelte effettuate dalla società a proposito del perseguimento di determinate politiche a favore di uno o più *stakeholders* oppure in tema di diversità, ferma restando l'autonomia gestoria delle entità destinatarie della normativa le quali potrebbero decidere di non portare avanti alcuna di tali politiche oppure di considerare solo una o più tematiche.

Le nuove disposizioni cioè non incidono direttamente sul contenuto della gestione degli amministratori; nel corso dell'articolo sarà esaminato se esse incidono su di essa indirettamente, approfondendo l'ordinamento italiano. Pertanto gli emittenti potrebbero orientarsi diversamente — non tenendo conto, nelle decisioni di investimento o comunque gestorie, delle tematiche individuate dal legislatore europeo — ma devono giustificare e rendere pubbliche le ragioni della loro scelta ⁽¹⁵⁾. La direttiva non utilizza — a mio avviso — la tecnica legislativa del *comply or explain* vero e proprio in quanto non individua un contenuto specifico da osservare relativamente a questi punti — al contrario di ciò che accade nei codici di condotta sulla *corporate governance*, oramai presenti nei maggiori mercati finanziari, dove esistono delle raccomandazioni puntuali in materia di organizzazione dell'amministrazione e del controllo ⁽¹⁶⁾. Si tratta invece di un obbligo di trasparenza *tout court*. La logica sottintesa è che la trasparenza inneschi un incentivo per le società a tenere conto di queste tematiche nella gestione

⁽¹⁴⁾ Direttiva n. 2014/95/UE, art. 19a: « as a minimum ».

⁽¹⁵⁾ Direttiva n. 2014/95/UE, art. 19a, par. 1.

⁽¹⁶⁾ Sui codici in materia di *corporate governance*, in generale, cfr.: N. BRUTTI, *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 2007, 236; L. DE ANGELIS, *La borsa, gli affari, e il Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, 465; L. ENRIQUES, *Codici di "corporate governance", diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca impresa soc.*, 2003, 1, 97; P.G. MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in questa *Rivista*, 2012, 37 s.; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in questa *Rivista*, 2015, 68 s.; ID., *Società per azioni. Corporate governance. Mercati finanziari*, Milano, 2011, 17 s.; M. STELLA RICHTER jr., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1499.

nella misura in cui ciò sarà apprezzato o viceversa non premiato dal mercato, e cioè dagli investitori attuali e potenziali ⁽¹⁷⁾.

Era necessario questo intervento legislativo o si poteva continuare a lasciare governare queste materie “invisibilmente” dal mercato dato che gli investitori sono sempre più attenti negli ultimi anni ad esse, oggetto di specifica richiesta informativa, sia nella fase pre-assembleare che assembleare, oltre che uno dei criteri su cui sono fondate le scelte di investimento? ⁽¹⁸⁾.

⁽¹⁷⁾ Per comprendere quanto la trasparenza su questi temi sia tenuta in grande considerazione dal mercato, si consideri che Larry Fink, Presidente e Amministratore delegato di *Blackrock*, il maggiore investitore istituzionale al mondo ha dichiarato ai vertici delle società americane dello S&P500 in una bellissima lettera che ha suscitato scalpore sul mercato: « Society is demanding that companies...serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society. Companies must benefit all of their stakeholders, including shareholders, employees, customers, and the communities in which they operate. Without a sense of purpose, no company, either public or private, can achieve its full potential....In the \$ 1.7 trillion in active funds we manage, Blackrock can choose to sell the securities of a company if we are doubtful about its strategic direction or long-term growth...To sustain financial performance, however, you must also understand the societal impact of your business as well as the ways that broad, structural trends — from slow wage growth to rising automation to climate change — affect your potential for growth....In the current environment, these stakeholders [investors, consumers, communities] are demanding that companies exercise leadership on a broader range of issues. And they are right to: a company's ability to manage environmental, social, and governance matters demonstrates the leadership and good governance that is so essential to sustainable growth, which is why we are increasingly integrating these issues into our investment process. Companies must ask themselves: What role do we play in the community? How are we managing our impact on the environment? Are we working to create a diverse workforce? ». E, a proposito della diversità: « We also will continue to emphasize the importance of a diverse board. Boards with a diverse mix of genders, ethnicities, career experiences, and ways of thinking have, as a result, a more diverse and aware mindset. They are less likely to succumb to groupthink or miss new threats to a company's business model. And they are better able to identify opportunities that promote long-term growth ». L. FINK'S *Annual Letter to CEOs, A Sense of Purpose*, January 2018, in <https://www.blackrock.com/corporate/en-no/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>. In dottrina, era già stato affermato che: « lo spazio riservato al diritto societario nel supplire agli inevitabili limiti dell'intervento regolamentare nel prevedere e dettare soluzioni efficienti per tutti i problemi che vengono ricondotti alla CSR e alla debolezza della pressione sociale...può essere soltanto quello dell'imposizione di doveri di *disclosure* sulle decisioni che coinvolgono in modo significativo gli interessi degli *stakeholders* », cfr. V. CALANDRA BUONAURO, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 546 s. ove altri riferimenti a dottrina conforme cui si rinvia.

⁽¹⁸⁾ Cfr. *Principles for Responsible Investment* (nt. 12). Inoltre si consideri che, tra gli investitori globali, quelli che investono solo in società che tengono conto della sostenibilità (c.d. SRI puri) raggiungono investimenti pari a 10,5 trilioni di dollari, e cioè circa il 14% dei patrimoni gestiti nel mondo: cfr. *Global Sustainable Investment Review*, 2016, in <http://www.gsi-alliance.org>. Ma in ogni caso *tutti* gli investitori istituzionali, come emergerà anche dal seguito dell'articolo, tengono sempre di più in considerazione le tematiche ambientali, sociali e di *governance*: da una ricerca condotta, ad inizio 2017, presso gli investitori istituzionali globali che rappresentano 24 trilioni di dollari gestiti risulta che la trasparenza su questi argomenti è molto importante per il 72% di essi: cfr. MORROW SODALI, *Annual Institutional Investor Survey 2017*, in www.morrowsodali.com. Tra le tematiche di maggiore interesse spicca il cambiamento cli-

Come può evincersi dalle premesse della Direttiva è stata una decisione soprattutto politica al fine di valorizzare, attraverso l'informativa, questi temi nella gestione delle imprese di dimensioni rilevanti. Si è giudicato, in Europa, che il ruolo del mercato — nonostante la crescente attenzione — non è sufficiente, né adeguato in quanto l'informativa, nella relazione sulla gestione o in rapporti separati, tuttora è comunque praticata solo da una minoranza molto esigua di grandi società europee e peraltro la qualità delle informazioni pubblicate non è uniforme (soprattutto nel confronto tra le realtà imprenditoriali appartenenti ai vari Stati membri), né bilanciata, spesso carente, non soggetta a controllo e giudicata, in alcuni casi, inutile dai destinatari-*stakeholders* ⁽¹⁹⁾. In aggiunta, la scelta legislativa europea è apprezzabile se consideriamo che dalla prassi risulta che, anche i più importanti investitori istituzionali a livello mondiale, stanno adottando dei comportamenti non omogenei in proposito, richiedendo determinate informazioni non-finanziarie, peraltro, solo ad alcuni emittenti ma non ad altri, con il risultato di contribuire alla trasparenza esclusivamente di specifiche materie da parte di determinati emittenti, rendendo quindi praticamente impossibile un confronto tra essi che possa essere di agevole valutazione da parte del mercato in generale ⁽²⁰⁾.

matico, su cui v. un approfondimento *infra sub* par. 3.1., rilevante per il 50% degli investitori; la percentuale restante verte su sicurezza informatica, diversità nel consiglio di amministrazione, rapporto tra remunerazione e redditività, ricambio dei membri del consiglio di amministrazione: *IBIDEM*. Si consideri, ad esempio, che il Fondo sovrano norvegese, *Norges Bank Investment Management* (il più ricco al mondo, avendo superato i mille miliardi di euro gestiti e detenendo l'1,3% dei listini mondiali) ha di recente annunciato che non investirà più in aziende legate alla produzione di idrocarburi e carburanti fossili, dopo avere preso identica decisione per i produttori di armi; la motivazione, questa volta però, non è etica ma si basa sulla scelta di contenere i rischi che sono legati al cambiamento climatico (su cui v. *infra, sub* par. 3.1.): cfr. F. BOGO, *Quando la finanza scopre l'ambiente*, in *La Repubblica - Affari e Finanza*, 16 ottobre 2017, 1; R. KATAKEY, *Big Oil Shares Drop After Norway Wealth Fund Plans to Exit Sector*, *Bloomberg L.P.*, 16 novembre 2017, 1; S. BELLOMO, *La Norvegia, gigante dell'oil&gas, vuole vendere i titoli dell'energia*, in *Il Sole 24 ore*, 17 novembre 2017, 1.

⁽¹⁹⁾ Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Impact Assessment* (nt. 6), 10 s. da cui risulta che, nel 2013, solo 2.500, delle 42.000 società di rilevanti dimensioni in Europa pubblicavano relazioni o rapporti contenenti queste informazioni. Quindi il 94% di tali società non pubblicava quest'informativa. Peraltro, più del 50% di queste società sono costituite in soli quattro stati membri: Gran Bretagna, Germania, Spagna e Francia. Esiste cioè una disomogeneità geografica.

⁽²⁰⁾ Cfr. A. MOONEY, *BlackRock's Climate Change Efforts Are Glacial*, in *Financial Times*, 16 ottobre 2017, 8: l'articolo sintetizza i risultati di una ricerca condotta da *Proxy Insight* secondo cui *Blackrock* che, con riferimento al cambiamento climatico, ha in più occasioni dichiarato trattarsi di un tema che non può essere più ignorato da parte degli emittenti ha in verità votato contro proposte di delibere che chiedevano maggiori informazioni sul tema in 14 casi nel corso del 2017, e a favore in soli 2 casi. Lo stesso atteggiamento hanno mostrato altri due grandi investitori, *JPMorgan* e *Vanguard*; mentre un quarto, *State Street Global Advisors*, ha votato a favore in 8 casi, si è astenuto in 5 e ha votato contro in 3. Gli investitori hanno giustificato questo atteggiamento non omogeneo dichiarando che il voto contrario su queste pro-

Il legislatore europeo avrebbe, in verità, potuto optare per la scelta più forte, imponendo alle società di dimensioni rilevanti di pubblicare un rapporto dal contenuto dettagliato al fine di standardizzare le informazioni e massimizzare la comparabilità tra i vari emittenti. Sulla base di un'attenta analisi dei costi amministrativi rispetto ai benefici attesi dagli *stakeholders* che hanno partecipato alla consultazione, tuttavia, è stata preferita la soluzione spiegata che costituisce una salomonica via di mezzo: per cui la dichiarazione è obbligatoria (ed in essa devono essere spiegate le ragioni della scelta assunta) ma il contenuto e la forma sono rimessi alla discrezionalità degli emittenti ⁽²¹⁾. Solo con il tempo sarà possibile verificare se la scelta legislativa europea sia stata corretta perché il rischio della discrezionalità lasciata alle imprese è che sia difficile per gli investitori, innanzitutto, individuare e ricostruire l'informativa non finanziaria ed inoltre confrontare i vari emittenti.

Peraltro si avrà la possibilità di confrontare la scelta europea di prevedere un obbligo di trasparenza su queste tematiche e quella statunitense che invece, al momento, non contempla alcuna disposizione del genere e dove quindi è il mercato che governa la trasparenza delle informazioni non finanziarie con i risultati non lineari che risultano dalla prassi e di cui si è appena detto. Negli Stati Uniti, generalmente, le società sono restie a pubblicare informazioni relative all'ambiente o alle questioni sociali nella documentazione finanziaria principale. Gli emittenti più virtuosi pubblicano queste informazioni in Rapporti separati, di natura volontaria. Ma per quanto riguarda le informazioni destinate alla *Securities and Exchange Commission*, soggette a revisione e alla disciplina della responsabilità di cui al *Securities Exchange Act* 1934, e compilate seguendo la c.d. *Form — 10-K*, esse hanno natura esclusivamente finanziaria ⁽²²⁾. Con riferimento alle tematiche non-finanziarie, cioè, la prassi segue la massima *less is more*: la ragione della scelta è legata esclusivamente alla volontà di ridurre il rischio di responsabilità civile per danni. In particolare, mentre le informazioni contenute nella c.d. *Form 10-K* sono soggette alla disciplina della responsabilità di cui agli artt. 10(b) e 18(a) del *Securities Exchange Act* 1934 nonché al-

poste viene dato laddove, dai contatti informali e privati con il management ed il consiglio di amministrazione, non emergono riscontri soddisfacenti circa le loro richieste; se invece il dialogo sussiste, gli investitori votano a favore. Ma è chiaro che questo lavoro dietro le scene non agevola la trasparenza sul mercato a beneficio di tutti.

⁽²¹⁾ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Impact Assessment* (nt. 6), 25 s., in particolare, *Table 1*: la Commissione è riuscita a quantificare, nel dettaglio, i costi amministrativi che ciascuna delle opzioni legislative avrebbe potuto comportare. Per cui dal costo 0 della situazione precedente, l'opzione scelta dovrebbe comportare un costo variabile tra 600 e 4.300 Euro, mentre rapporti più dettagliati avrebbero potuto costringere le imprese a costi variabili da 33.000 fino a 604.000 Euro.

⁽²²⁾ Per un approfondimento sulla *Form 10-K*, cfr. M. I. STEINBERG, *Securities Regulation*, New York, 1993, 314 s.

l'art. 17 (a) del *Securities and Exchange Commission Act* del 1933, alle altre informazioni — che non sono comunicate alla *Securities Exchange Commission* — anche se pubblicate, non si applica, tra le disposizioni sopra menzionate, l'art. 18(a) del *Securities Exchange Act* 1934 ⁽²³⁾. È quest'ultimo articolo dunque che fa la differenza: esso dispone un regime di responsabilità civile per danni più severo per le società perché, a tutela degli investitori, inverte l'onere della prova a carico dell'emittente che dovrà provare di avere agito in buona fede e di non avere avuto conoscenza che le informazioni pubblicate fossero false o fuorvianti, al fine di rigettare l'azione di responsabilità; spetta all'attore solo identificare l'informazione non corretta, l'affidamento e il danno. Quindi la corte presume l'elemento soggettivo che invece, azionando le altre disposizioni di legge, per i documenti che non devono essere comunicati alla *Securities and Exchange Commission* (e quindi, nel nostro caso, eventuali Rapporti di sostenibilità, ambiente o altro), dovrà essere provato dall'attore ⁽²⁴⁾.

Solo le società di assicurazioni che soddisfano determinati requisiti e con riferimento esclusivo alle informazioni relative al cambiamento climatico hanno un obbligo di trasparenza — nella relazione annuale e negli altri rapporti destinati alla SEC — che riguarda rischi e fattori che possono avere una conseguenza sulle condizioni finanziarie della società (ad es. regolamenti, trattati, accordi, prospettive di business, impatti fisici) ⁽²⁵⁾.

Tra le società americane ci sono tuttavia eccezioni, pur se molto rare al momento. Ad esempio la NRG Energy, INC., leader nel settore energetico negli Stati Uniti, ha deciso di inserire alcune informazioni in tema di sostenibilità, con particolare riferimento all'ambiente e al cambiamento climatico, nel *Form 10-K* ⁽²⁶⁾. La scelta è stata adottata per assecondare la richiesta degli investitori di avere maggiore trasparenza su questi punti nella relazione finanziaria principale. Quest'ultimo quindi può essere citato sia come argomento a sostegno della scelta di mercato perché dimostrerebbe che esso può dirsi efficiente ma anche, al contrario, a sostegno della tesi secondo cui invece il mercato non può dirsi efficiente in quanto testimonia che,

⁽²³⁾ J.A. OCCHIPINTI, *Section 18 of the Securities Exchange Act of 1934: Putting the Bite Back Into the Toothless Tiger*, in *Fordham Law Review* (1978) 123: « ...section 18 is the express remedy provision for false or misleading statements in reports filed with the SEC which induce the purchase or sale of a security ».

⁽²⁴⁾ Cfr. W.D. KELLEY, JR., *Rule 10b-5 and Section 18: The Conflict Between Express and Implied Remedies*, in *37 Washington and Lee Law Review* (1980), 883 s.

⁽²⁵⁾ Cfr. NAICS, *2010 Insurer Climate Risk Disclosure Survey*; i requisiti fanno riferimento al fatturato (cfr. TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Final Report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, June 2017, Table A4.1, 56).

⁽²⁶⁾ Cfr. *NRG Form 10-K*, 30-31 (per le informazioni relative all'ambiente, tra cui le emissioni di CO₂), 47-49 (per le informazioni sui rischi fisici, politici, di mercato, economici etc. legati ai potenziali effetti del cambiamento climatico), in www.investors.nrg.com.

allorché la scelta è lasciata agli investitori, come sopra detto, questi possono concentrarsi solo su alcune informazioni (in questo caso l'ambiente o i rischi da cambiamento climatico) o su alcuni emittenti. In ogni caso la NRG Energy, INC., se non l'unico esempio, è sicuramente uno dei pochissimi nell'ordinamento americano.

Il tema è comunque oggetto di dibattito. Recentemente la *Securities and Exchange Commission* ha lanciato una consultazione per valutare l'opportunità di introdurre una norma regolamentare che obblighi le società quotate ad includere le informazioni in materia ambientale, sociale e di *governance* (i c.d. fattori *ESG*) tra quelle da inviare alla stessa SEC e da pubblicare a beneficio del mercato finanziario ⁽²⁷⁾. I commenti prodotti erano favorevoli, in percentuale significativa, alla trasparenza su queste informazioni. In particolare — come sintetizzato — il consenso dei soggetti favorevoli verte sulle seguenti valutazioni: l'attuale regime di informativa obbligatoria vigente in USA non soddisfa adeguatamente le esigenze di azionisti ed investitori; la SEC dovrebbe promuovere uniformità, comparabilità ed affidabilità delle informazioni in materia dei c.d. fattori *ESG*; c'è necessità di un regime più severo sulla trasparenza in materia di sostenibilità con riferimento al lungo periodo ⁽²⁸⁾. È ragionevole prevedere che i nuovi vertici della SEC non procederanno verso l'imposizione di un obbligo di trasparenza in materia — data l'affermazione politica di una *deregulation* generalizzata da parte dell'attuale amministrazione statunitense. Perciò, solo in un orizzonte temporale più lungo, si potranno valutare e confrontare qualità e quantità di informazioni tra i due continenti oltre che la validità della scelta europea di non adottare l'opzione più forte.

3. Il principale criterio di selezione delle informazioni da pubblicare è la loro rilevanza ai fini della comprensione dell'impatto sull'attività di impresa nel senso che le informazioni devono riguardare gli aspetti « per i quali appare più probabile che si realizzino i principali rischi di gravi ripercus-

⁽²⁷⁾ Sulle domande poste nella consultazione ed una sintesi delle varie risposte ricevute, cfr. SEC, *Concept Release on Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K*, N. 33-10064; 34-77599; File N. S7-06-16, 205 s.

⁽²⁸⁾ Cfr. J. ROBERT BROWN jr., *Comment Letter on the Need for Environmental, Social and Governance Disclosure*, in *University of Denver Sturm College of Law - Legal Research Paper Series. Working Paper N. 16-37*, 2017, *passim*, in particolare par. III. L'A. è tra coloro i quali si sono pronunciati a favore di un regime obbligatorio di trasparenza in materia dei fattori c.d. *ESG* fondamentalmente perché ciò beneficerebbe gli investitori, sempre più attenti ed interessati a queste informazioni assicurando uniformità, affidabilità e comparabilità delle informazioni tra i vari emittenti; quest'approccio aumenterebbe la funzione del giudizio da parte degli investitori, ponendosi dal loro punto di vista; inoltre le stesse società ne beneficerebbero perché potrebbero valutare i loro progressi su queste tematiche confrontandosi con gli altri emittenti - fattore che potrebbe innescare vantaggi competitivi; peraltro, ciò indurrebbe una pianificazione strategica di lungo periodo.

sioni », così come pure i rischi che si siano già concretizzati ⁽²⁹⁾. Perciò la rilevanza dell'informativa deve essere valutata in funzione del rischio che può scaturire all'attività di impresa anche da parte dei fattori c.d. non finanziari. È il rischio, anche nel medio e lungo termine, il criterio di selezione delle informazioni e quindi ciò che, direttamente o indirettamente, può provocare conseguenze sui risultati economici della specifica impresa.

Le informazioni devono essere fornite facendo riferimento al modello aziendale e agli obiettivi dell'impresa più ampi e perciò deve essere descritto come le questioni non finanziarie interagiscono con i rischi principali e come questi vengono gestiti, attraverso le politiche dell'impresa nel lungo termine e quindi secondo quanto può evincersi dal piano strategico-industriale. Inoltre le informazioni dovrebbero avere un grado di approfondimento tale da consentire di comprendere l'andamento della società, i suoi risultati, la sua attività.

Trattandosi di informativa societaria ed essendo essa — come sopra visto — attinente al piano strategico-industriale, la responsabilità per la selezione è da attribuirsi al consiglio di amministrazione che dovrà tenere conto, come punto di partenza, del settore industriale e delle concrete circostanze aziendali. La Commissione europea ha emanato una comunicazione esplicativa a questo proposito contenente i criteri cui attenersi, non vincolanti, ed elaborati sulla base degli *standards* nazionali ed internazionali emanati dalle organizzazioni già attive nel settore, ed anche alcuni utili esempi di selezione ⁽³⁰⁾. In questo senso, l'informativa sulla catena di fornitura (o di sub-fornitura) e sui controlli che l'impresa predispone su di essa potrebbe essere significativa per assicurare, a seconda dei casi, l'efficacia dei presidi contro la corruzione oppure a favore del rispetto dei diritti umani e delle giuste condizioni di lavoro ⁽³¹⁾. Con riferimento alle banche la Commissione cita gli impatti sociali e ambientali dei progetti da esse finanziati ed il loro ruolo

⁽²⁹⁾ Cfr. Direttiva n. 2014/95/UE, Considerando n. 8) e art. 1, par. 1. È stato detto che la Direttiva si basa sul « right to know about positive or negative impact of corporations on environment, local communities etc. »: cfr D. MONCIARDINI - J. DUMAY - L. BIONDI (nt. 7), 10.

⁽³⁰⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione. Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)*, N. 2017/C 215/01, 5.

⁽³¹⁾ Si pensi alle società che operano in paesi dove il rispetto dei diritti umani potrebbe essere dubbio o la corruzione diffusa. Mi piace citare come esempio virtuoso su questa informativa il *Supplier Code of Conduct* realizzato dalla società americana Apple in cui sono contenute tutte le politiche utilizzate per assicurare la protezione dei lavoratori lungo la catena dei fornitori (delocalizzati fuori dagli USA), incluse le condizioni di vita appropriate, la sicurezza dei luoghi di lavoro (nell'ambito delle procedure è anche previsto il *whistleblowing* da parte dei lavoratori), oltre che la previsione di programmi di formazione anche al fine di aumentare le opportunità di avanzamento nella carriera. Cfr. APPLE, *Supplier Responsibility. 2018 Progress Report*.

nell'economia reale ⁽³²⁾. Peraltro, essendo le informazioni destinate agli *stakeholders*, ci si aspetta che le imprese intrattengano relazioni con le parti interessate al fine di cogliere loro interessi, aspettative, preoccupazioni cui fare riferimento nella dichiarazione ⁽³³⁾. Il consiglio di amministrazione ha pertanto anche il compito di prevedere dei processi di coinvolgimento dei terzi, potenzialmente interessati, per identificare le informazioni rilevanti da pubblicare. Peraltro la stessa previsione di questi processi e la partecipazione e relativa influenza dei terzi sul processo decisionale dovrebbe essere oggetto di informativa. È inoltre opportuno comunicare le disposizioni in materia di *governance* predisposta per effettuare la valutazione della rilevanza delle informazioni, nonché la loro accuratezza, il controllo interno e la rendicontazione, l'assicurazione esterna indipendente. È fondamentale pertanto che ogni società, ferma restando la responsabilità del consiglio nella sua integrità, si doti di una procedura interna per effettuare la valutazione della rilevanza delle informazioni da pubblicare: le funzioni bilancio, controllo interno, *risk management* e sostenibilità devono, nel concreto, procedere all'individuazione delle informazioni che dovranno essere presentate, come istruttoria, al comitato sostenibilità (ove presente) e/o al comitato controllo interno e rischi, prima che il consiglio di amministrazione approvi l'informativa non-finanziaria. Anche se non specificato dalla Comunicazione, quella appena descritta potrebbe essere la corretta procedura di *governance*.

Le informazioni devono essere spiegate facendo riferimento a metodi di misurazione, ipotesi sottese e fonti utilizzate. Non basta un elenco degli indicatori fondamentali di prestazione e degli obiettivi ma questi dovrebbero essere presentati in modo da spiegare come valutare i risultati di determinate politiche conseguiti in un certo contesto ⁽³⁴⁾. Il monitoraggio esterno difatti serve a stimare il rapporto tra obiettivi ed indicatori fondamentali di prestazione in termini qualitativi o quantitativi, in modo da consentire agli investitori di valutare i risultati conseguiti. È possibile anche il richiamo alle in-

⁽³²⁾ Ad es. ha fatto notizia, recentemente, Bnp-Paribas che ha annunciato che non finanzia più aziende che svolgono attività estraendo *shale oil* ma invece investirà 15 miliardi in società che operano nel settore delle rinnovabili — dichiarando che anche le banche hanno l'obbligo di impegnarsi e favorire l'utilizzo dell'energia pulita: F. Bogo (nt. 18), 1.

⁽³³⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione* (nt. 30), 6. Anche l'*Impact Assessment* (nt. 6), 4 sottolinea questo aspetto: « In order to fully meet their social responsibility, enterprises should therefore have in place a process to integrate social, environmental, ethical, human rights and consumer concerns into their business operations and core strategy in collaboration with their stakeholders ».

⁽³⁴⁾ Come esempi di indicatori fondamentali di prestazione la Comunicazione riferisce: il numero di incidenti sul lavoro, le politiche in vigore sul luogo del lavoro, le risorse allocate alla gestione dei rischi, alla formazione, la cooperazione con le autorità locali, l'emissione effettiva di carbonio, l'intensità di carbonio, l'uso di sostanze chimiche pericolose etc., a seconda dell'attività svolta. In ogni caso essi sono fondamentali anche per comparare imprese nello stesso settore.

formazioni pertinenti in base a scenari basati sulla scienza (come si vedrà, *infra*, *sub* par. 3.1.) ad esempio, a proposito del cambiamento climatico. La valutazione della rilevanza non viene svolta una volta per tutte ma deve essere periodicamente rivista perché, ovviamente, le circostanze possono cambiare da un esercizio all'altro. Oltre che rilevanti le informazioni devono essere precise, imparziali, concise, chiare, evitando quelle non rilevanti che potrebbero rendere la dichiarazione fuorviante o confusa o prolissa ed evitando sia le informazioni troppo generiche, che non apportano alcuna utilità, sia quelle troppo dettagliate che fanno perdere di vista il concetto. Esse devono essere utili per i destinatari che sono gli *stakeholders*; da ciò la necessità del loro coinvolgimento di cui sopra. Inoltre le informazioni non finanziarie devono essere coerenti con gli altri elementi della relazione sulla gestione e chiaramente ad essi collegati: la relazione sulla gestione deve essere considerata un unico insieme di informazioni equilibrate e coerenti e non la mera sovrapposizione di informazioni non finanziarie ed informazioni finanziarie. È opportuna anche la coerenza nel tempo — per consentire un confronto tra i vari esercizi finanziari — nella scelta degli indicatori fondamentali di prestazione, nella metodologia attuata per l'applicazione, anche se possono essere necessari degli aggiornamenti nel caso in cui vengano sviluppate nuove metodologie. Le informazioni devono essere strategiche e lungimiranti; perciò il riferimento deve essere al modello aziendale, inclusa la sua strategia e le implicazioni a breve, medio e lungo termine ⁽³⁵⁾.

La Comunicazione poi si sofferma ad esemplificare, per ciascun aspetto tematico previsto dalla Direttiva, le specifiche informazioni che potrebbero essere divulgate e gli indicatori fondamentali di prestazione ⁽³⁶⁾.

⁽³⁵⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione* (nt. 30), 7 s.

⁽³⁶⁾ *Id.*, 14 s. Così, per quanto riguarda l'ambiente si fa riferimento a: misure per prevenire e controllare l'inquinamento, emissioni atmosferiche, gestione rifiuti, sviluppo di prodotti e servizi verdi etc.; mentre, gli indicatori fondamentali di prestazione possono essere le varie metodologie per misurare l'impronta ambientale dei prodotti e delle società, il rendimento energetico, le emissioni di gas serra etc. Con riferimento alle questioni sociali, sono citati: l'attuazione delle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro, le questioni in materia di diversità, le modalità di consultazione dei lavoratori, la salute e la sicurezza sul lavoro etc.; gli indicatori fondamentali di prestazione possono essere i dipendenti con congedo parentale, il numero di infortuni sul lavoro o di persone disabili etc. Sul rispetto dei diritti umani, si fa riferimento, oltre a ciò che pratica l'emittente stesso, anche a ciò che ci si aspetta dai *partners* commerciali, dai dipendenti, dalla direzione etc. con riferimento al rispetto dei diritti dei minori, delle donne, delle persone disabili etc.; e gli indicatori fondamentali di prestazione sono gli eventi che presentano un impatto su questi diritti, la gestione dei reclami, le modalità di accesso delle persone con disabilità etc. Per quanto riguarda la lotta alla corruzione attiva e passiva, ci si riferisce agli strumenti utilizzati per gestirla (esistono *standards* internazionali anche a questo proposito); gli indicatori fondamentali di prestazione sono le procedure anticorruzione, la valutazione dei rischi, il processo di controllo interno, i meccanismi di denuncia etc. Informazioni aggiuntive possono riguardare le catene di fornitura, i minerali provenienti da zone in conflitto etc.

Per quanto riguarda gli *standards* di comunicazione si fa riferimento a quelli diffusi a livello nazionale o internazionale che siano ampiamente riconosciuti ⁽³⁷⁾. Manca nella Direttiva, e non viene aggiunto nella Comunicazione menzionata, un riferimento esplicito agli *standards* internazionali elaborati dall'*International Integrated Reporting Council*, tra i più conosciuti nel mondo, emanati nel 2013 ⁽³⁸⁾. La mancata considerazione non impedisce tuttavia di prendere questi *standards* come riferimento per la redazione della dichiarazione sulle informazioni non finanziarie in quanto il richiamo agli *standards* è esemplificativo; il criterio fondamentale per la scelta è la diffusione a livello internazionale. Potrebbe essere la differente impostazione la ragione di questo mancato riferimento esplicito: la Direttiva N. 2014/95/UE considera come destinatari delle informazioni tutti gli *stakeholders*, coinvolti difatti nella fase della consultazione avviata prima dell'emanazione della Direttiva, e ne valorizza il ruolo al punto da invitare le società, soggette all'obbligo di dichiarazione, a collaborare con essi affinché possa esserci la più accurata selezione delle informazioni rilevanti. Gli *standards* internazionali dell'*International Integrated Reporting Council* invece sono stati elaborati nell'ottica degli investitori ed individuano perciò le informazioni non finanziarie rilevanti dal loro punto di vista al fine di consentire la più efficiente e produttiva allocazione di capitale, confermando le regole contabili tradizionali (al contrario, considerate inefficaci dalla Direttiva) e affidando ad essi il controllo sui beni intangibili, sociali e sulle risorse naturali. Ad esempio, l'*International Integrated Reporting Council* include, tra le informazioni non finanziarie, quelle relative alla proprietà intellettuale, al capitale umano, alla reputazione, al valore della marca ⁽³⁹⁾. D'altro canto, però, le due iniziative sono nate nello stesso periodo e sono

⁽³⁷⁾ Dalla Comunicazione, Id., 19, vengono richiamati gli *standards* di comunicazione già indicati nel Considerando 9) della Direttiva e cioè: il Patto mondiale (*Global Compact*) delle Nazioni Unite; i principi guida su imprese e diritti umani delle Nazioni Unite (*Guiding Principles on Business and Human Rights*); gli orientamenti dell'OCSE per le imprese multinazionali; la norma ISO 26000 dell'Organizzazione internazionale per la normazione; la dichiarazione tripartita di principi sulle imprese multinazionali e la politica sociale dell'Organizzazione internazionale del lavoro; la *Global Reporting Initiative* o altri purché internazionalmente riconosciuti.

⁽³⁸⁾ La filosofia dell'*International Integrated Reporting Council* è di allineare l'allocazione del capitale e il comportamento aziendale agli obiettivi più ampi di stabilità finanziaria e di sviluppo sostenibile mediante, appunto, il pensiero ed il reporting integrato. Oltre 1600 organizzazioni nel mondo implementano l'*Integrated Reporting*: cfr. *The International IR Framework*, in www.integratedreporting.org. Per un approfondimento, cfr. A. GASPERINI - S. ZAMBON, *La connessione delle informazioni nel Report Integrato*, in *Rivista AIAF online*, n. 85/2012, 23; L. GIRELLA - D. MONCIARDINI - S. ZAMBON, *Reporting Integrato: un'analisi delle risposte alla consultazione pubblica sulla Bozza di Framework*, in *Rivista AIAF online*, n. 89/2013, 35.

⁽³⁹⁾ Cfr. D. MONCIARDINI - J. DUMAY - L. BIONDI (nt. 7), 10 s. che sottolineano la differenza tra « value for investors » preso in considerazione dagli *standards* internazionali dell'IIRC e « value for society » secondo la Direttiva 2014/95/UE.

andate di pari passo contagiandosi a vicenda; peraltro l'attuale amministratore delegato dell'*International Integrated Reporting Council* è stato uno dei promotori della Direttiva N. 2014/95/EU ⁽⁴⁰⁾. Probabilmente la ragione del mancato riferimento esplicito è che gli *standards* elaborati dall'*International Integrated Reporting Council* fanno leva sull'informazione integrata e quindi presuppongono un modo di pensare e di gestire la società integrando, appunto, i c.d. 6 capitali che creano valore (finanziario, materiale, umano, intellettuale/organizzativo, sociale e relazionale, naturale) per realizzare ciò che viene definito *integrated thinking*, laddove la Direttiva, come si è anticipato e si dirà meglio nel prosieguo, lascia in definitiva alle società la possibilità di scegliere la collocazione della dichiarazione sulle informazioni non finanziarie, e cioè se integrarla nella relazione sulla gestione o prevederla in un documento o rapporto *ad hoc* ⁽⁴¹⁾.

Le informazioni relative alla diversità costituiscono parte della dichiarazione sul governo societario; ove emergessero aspetti rilevanti ai fini della dichiarazione di carattere non finanziario, esse potrebbero essere aggiunte in quell'ambito. Altrimenti, appunto, il riferimento dell'art. 1 della Direttiva è alla dichiarazione sul governo societario. Sono presi in considerazione tutti i possibili aspetti della diversità (età, sesso, educazione, provenienza geografica, esperienza internazionale, competenza in materia di sostenibilità, rappresentanza di dipendenti ed altri aspetti; ad esempio, in diritto italiano, anche la nomina da parte dei soci di minoranza è un elemento da includere). Anche in questo caso le imprese dovrebbero identificare degli obiettivi specifici e misurabili nei tempi e nei numeri, specie per quanto riguarda l'equilibrio di genere, ed indicare come vengono presi in considerazione questi obiettivi nella pianificazione, selezione, nomina e valutazione della successione, precisando il ruolo dei comitati interni al consiglio e misurando l'attuazione di tali obiettivi nel tempo ⁽⁴²⁾.

Inoltre, utile per assolvere ai compiti di corretta rappresentazione di questa informativa è la Guida emanata dal *London Stock Exchange* secondo cui i criteri di selezione dovrebbero riguardare: la rilevanza strategica per l'attività della singola società ed il suo modello di business facendo riferimento anche al lungo periodo e tenendo conto del cambiamento climatico (su cui cfr. *infra*, par. 3.1.), demografico, tecnologico, politico; l'interesse degli investitori e l'allineamento alle società dello stesso settore nel mondo,

⁽⁴⁰⁾ RICHARD HOWITT, *www.integratedreporting.org*.

⁽⁴¹⁾ Cfr. D. MONCIARDINI - J. DUMAY - L. BIONDI (nt. 7), 15 s. ove gli A. specificano che l'*integrated thinking*: « on the contrary is a way of thinking, about telling a strategic story, about concepts and experimentations. In other words, EU addresses failure of existing accounting rules to respond to broader social, environmental and economic needs that go beyond shareholders' interests while IR expands the control of shareholders beyond the traditional boundaries of financial and physical resources of the corporation to include extra-financial aspects ».

⁽⁴²⁾ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione (nt. 30), 19 s.

collegando esplicitamente i fattori c.d. *ESG* con la strategia e le prestazioni finanziarie ed operative (esistono modelli sviluppati che identificano temi e criteri a seconda del singolo settore) ⁽⁴³⁾. Secondo la stessa Guida le informazioni devono essere complete, coerenti, affidabili, comparabili e chiare; devono fare riferimento a linee guida e *standards* adottati globalmente e nella Guida elencati; per quanto riguarda la forma, separata o integrata, non è espressa una preferenza ma si sottolinea che, qualunque essa sia, l'importante è fornire questa informativa che è intesa come un complemento al dialogo che gli emittenti hanno con gli investitori ⁽⁴⁴⁾.

Fin quando il legislatore europeo non procederà, come peraltro sembra vorrà fare, ad una maggiore standardizzazione delle informazioni c.d. non finanziarie da pubblicare, i consigli di amministrazione devono seguire gli *standards* ed i documenti pubblici fin qui menzionati, oltre che la Comunicazione della Commissione europea, al fine di assolvere al meglio il loro compito di corretta rappresentazione ⁽⁴⁵⁾. Essi costituiscono punto di riferimento imprescindibile.

3.1. Tra le informazioni c.d. non finanziarie rientrano anche quelle relative al cambiamento climatico. Ad esse fa espresso riferimento la Comunicazione della Commissione europea richiamando le informazioni circa l'impatto atteso dagli scenari di cambiamento climatico, fondati su basi scientifiche, sulla strategia e sull'attività della società ⁽⁴⁶⁾. Anche in questo caso il consiglio di amministrazione ne è responsabile per l'accuratezza, con particolare riferimento alle modalità attraverso cui la società intenda fronteggiare tale impatto sulla propria operatività nel medio-lungo termine: difatti nella Comunicazione della Commissione l'esempio del cambiamento climatico rientra tra le informazioni « strategiche e lungimiranti » ⁽⁴⁷⁾. L'obbligo di trasparenza presuppone che il cambiamento climatico sia stato innanzitutto individuato tra i fattori di rischio al fine del suo monitoraggio e gestione. Come noto, a seguito della Conferenza sul clima di Parigi del 2015, i 197 stati firmatari dell'accordo hanno preso l'impegno di ridurre le emissioni di gas serra mantenendo l'aumento della temperatura globale « well

⁽⁴³⁾ Cfr. LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, *Revealing the Full Picture. Your Guide to ESG Reporting*, February 2017, 13 s.

⁽⁴⁴⁾ *Id.*, 19 s. Da notare che, per quanto riguarda gli *standards* di rendicontazione, la Guida (al contrario della Comunicazione 2017/C 215/01) menziona anche l'*Integrated Reporting Framework* (*ivi*, 24).

⁽⁴⁵⁾ Cfr. EUROPEAN PARLIAMENT. COMMITTEE ON ECONOMICS AND MONETARY AFFAIRS, *Draft Report on Sustainable Finance (2018/2007(INI))*, 2 febbraio 2018, par. 13 in cui si nota la mancanza di una definizione uniforme nella Direttiva n. 95/2014 e quindi si sottolinea l'esigenza di definire metriche precise per ogni settore o sub-settore attraverso una futura modifica alla Direttiva stessa.

⁽⁴⁶⁾ *Id.*, 8, 9.

⁽⁴⁷⁾ *Id.*, 8.

below » 2° C, e di perseguire ogni sforzo per limitare l'aumento a 1.5° C; anche se l'Accordo non è di per sé direttamente vincolante per le imprese, gli stati dovranno emanare norme e regolamenti — come di fatto stanno facendo — per disciplinare tale riduzione e ciò non potrà che avere un impatto per la programmazione dell'attività produttiva ⁽⁴⁸⁾.

Si consideri che, in alcuni ordinamenti, il tema dei rischi discendenti sulle attività della società come conseguenza del cambiamento climatico, è già oggetto di azioni legali di risarcimento del danno. In aggiunta all'esempio di New York City che ha citato per danni tutti i giganti del petrolio (Exxon-Mobil, Chevron, BP, Shell, Conoco-Philips, Royal Dutch Shell) indicati come i principali responsabili del surriscaldamento climatico, i casi che seguono evidenziano quale potrebbe essere la portata dei rischi per le società derivanti da una non corretta o completa informativa sugli effetti del cambiamento climatico ⁽⁴⁹⁾. Negli Stati Uniti nel giugno 2017 è stata avviata, dal New York State, un'azione civile per danni da frode contro la società petrolifera ExxonMobil accusata di avere, negli anni, pubblicato informazioni non corrette dichiarando, nel formulare le decisioni di investimento, di avere tenuto in considerazione i costi derivanti dall'inquinamento, ma in verità non facendolo; siccome questi rischi sembra non siano stati presi adeguatamente in considerazione, il risultato è che le attività potrebbero risultare essere state sopravvalutate con conseguente frode verso gli azionisti ed il mercato. Questo procedimento, al momento in corso, ebbe origine in una relazione emessa nel 2014 dalla società in risposta alla pressione degli azionisti che chiedevano di sapere quanto le attività di ExxonMobil fossero vulnerabili in considerazione del riposizionamento del suo business in risposta alle conseguenze derivanti dal cambiamento climatico ⁽⁵⁰⁾. Un'altra azione

⁽⁴⁸⁾ Sull'Accordo di Parigi, cfr. C. DAVENPORT, *Nations Approve Landmark Climate Accord in Paris*, in *New York Times*, December 12, 2015, 1.

⁽⁴⁹⁾ Cfr. C. MOONEY - D. GRANDONI, *New York City Sues Shell, ExxonMobil and Other Oil Companies over Climate Change*, in *The Washington Post*, January 10, 2018, 1: New York City affermava, nell'atto di citazione, che i danni consistono nei miliardi di dollari spesi per proteggere la costa, le infrastrutture ed i suoi cittadini dal riscaldamento climatico. Ma l'azione è stata respinta nei confronti di ExxonMobil il 20 luglio 2018 dalla *Southern District Court of New York* affermando, in sintesi, che essendo la causa dei danni l'emissione di gas serra e non, nello specifico, la produzione di petrolio, la competenza è federale e non statale e quindi la New York City non ha legittimazione ad agire nei confronti della società petrolifera: l'emissione di gas serra è un fenomeno atmosferico planetario ed inoltre ExxonMobil opera a livello mondiale; ciò comporta che molti governi stranieri e le loro legislazioni siano coinvolti e dunque una decisione statale confliggerebbe con la competenza del governo americano. La decisione non è ancora disponibile: per un riferimento cfr. <https://seekingalpha.com/article/4188711-exxon-mobil-wins-big-time-nyc>.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. D.C. CARDWELL - J. SCHWARTZ, *Exxon Emissions Costs Accounting 'May Be a Sham'*, *New York State Says*, in *The New York Times*, July 19, 2017, 1. Il punto preciso di diritto risulta essere il seguente: come ha valutato Exxon il petrolio di cui è proprietaria ma che deve essere ancora estratto? Secondo gli scienziati del clima, se il mondo dovesse bruciare anche solo

per danni si è chiusa nel 2015 con una transazione ed ha riguardato, sempre negli Stati Uniti, Peabody Energy, la più grossa società al mondo nella produzione di carbone. L'atto di citazione notò due principali difetti nei bilanci e in altri documenti della società: (i) la non completa discussione dei risultati e dei pronostici elaborati dall'*International Energy Agency* sul futuro della domanda di carbone; (ii) ancor più grave, la ripetuta dichiarazione secondo cui « non fosse possibile una ragionevole previsione dell'impatto di leggi e regolamenti sull'operatività, le condizioni finanziarie e i flussi di cassa della società » » ⁽⁵¹⁾. Altre azioni legali per risarcimento del danno sono state iniziate nell'agosto del 2016 da alcune comunità della costa californiane contro le società di fonti fossili accusate di essere responsabili dell'aumento del livello del mare e del riscaldamento globale ⁽⁵²⁾. In generale, le società petrolifere e di carbone sono sotto pressione da parte degli investitori istituzionali affinché ci sia più trasparenza, nei conti annuali e nelle altre dichiarazioni destinate alla SEC, sui rischi legati al tipo di modello aziendale, incluso il rischio di non riuscire ad estrarre più questi fossili o utilizzare le riserve nel futuro. Inoltre la previsione di una tassa sul carbone oppure la richiesta di permessi per l'emissione di carbone da parte delle varie legislazioni statali potrebbero causare un aumento del costo per l'estrazione e quindi del prezzo dei fossili e ciò potrebbe comportare un utilizzo maggiore delle energie alternative ed una conseguente riduzione della domanda di carbone e petrolio. In altri casi gli attori hanno citato in giudizio alcune società perché responsabili — in proporzione — del cambiamento climatico e dei conseguenti danni anche se nessuno dei casi, finora portati in giudizio, ha avuto suc-

una porzione del petrolio del sottosuolo che le industrie petrolifere dichiarano nei propri conti tra gli attivi, il pianeta si surriscalderebbe raggiungendo livelli catastrofici. Da ciò lo slogan « keep it in the ground ». Ma, seguendo questa logica, se Exxon dovesse lasciare le sue riserve petrolifere sotto terra e cioè non sfruttarle, il valore di libro dichiarato sarebbe fin troppo alto. Dall'atto di citazione risulta che, dal 2010 in poi, Exxon mentre dichiarava pubblicamente di stimare un costo per la riduzione dei gas serra di 60\$ a tonnellata (di gas serra) fino al 2030 e 80\$ entro il 2040, in realtà, nella pianificazione interna quantificava costi ben più bassi (40\$ entro il 2030) pur sapendo che non fossero realistici. Perciò Exxon dovrà documentare e provare (sono già stati prodotti 400,000 documenti) l'accuratezza dei suoi calcoli su come la regolamentazione futura per ridurre la produzione di gas serra avrà un impatto sul valore dei propri investimenti.

⁽⁵¹⁾ In particolare la dichiarazione era falsa perché, nel marzo 2013, la società aveva in verità prospettato che un'azione regolatoria aggressiva potesse ridurre il valore in dollari del carbone nelle miniere del bacino meridionale del fiume Powder del 38% e del bacino Illinois del 33% entro il 2025. Inoltre nel marzo 2014 una società di consulenza aveva previsto che l'introduzione di una tassa sul carbone pari a 20\$ per tonnellata avrebbe ridotto la domanda di carbone in una misura tra il 38% ed il 53% a confronto con i livelli del 2013, con conseguente ripercussione sul valore della società. Cfr. K. McCoy, *Peabody Energy Reaches Climate-Change Settlement*, in *USA Today*, November 9, 2015, 1.

⁽⁵²⁾ Cfr. P. SELEY - R. DUDLEY, *Emerging Trends in Climate Change Litigation*, in *Law 360*, March 7, 2016, 1.

cesso⁽⁵³⁾. In Perù, alla fine del 2015, un contadino ha citato in giudizio per danni RWE, una grossa società europea di energia, per avere contribuito al riscaldamento globale e al conseguente scioglimento dei ghiacciai che, a loro volta, hanno causato l'esonazione del lago con danni alla proprietà dell'attore. In questo caso la richiesta di risarcimento è minima (solo 21.000 dollari) e la cifra è stata calcolata considerando la percentuale di contribuzione da parte della società all'emissione di gas serra. Nonostante la cifra ridotta è ovvio che l'accoglimento di tale domanda potrebbe avere conseguenze di ampia portata. Il giudizio è ancora in corso⁽⁵⁴⁾.

La tematica del cambiamento climatico riguarda non solo le società che producono o lavorano energie fossili — come potrebbe a prima vista apparire — ma anche altri settori industriali: si pensi alle assicurazioni e alle conseguenze che l'aumento delle catastrofi naturali potrà avere sulla loro operatività⁽⁵⁵⁾, oppure alle società che producono o lavorano prodotti

⁽⁵³⁾ Cfr. *Native Village of Kivalina v. ExxonMobil Corp.*, 696 F.3d 849, 2012 WL 4215921 (9th Cir. 2012), in cui i residenti di Kivalina, un villaggio situato sulla costa dell'Alaska, hanno citato in giudizio 20 società petrolifere ed energetiche in quanto responsabili di avere contribuito al riscaldamento globale che ha forzato le popolazioni ad abbandonare il villaggio natio per l'erosione dei ghiacciai che proteggevano la costa. L'azione è stata respinta in quanto non è possibile realisticamente identificare un sufficiente nesso di causalità tra un effetto del riscaldamento globale ed una particolare emissione da parte di una persona, entità, gruppo specifico in un dato momento. In un altro caso, *Comer v. Murphy Oil USA Inc.*, United States District Court, S.D. Mississippi, Southern Division 839 F.Supp.2d 849 (S.D. Miss. 2012) alcuni residenti del golfo del Messico, dopo l'uragano Katrina, hanno presentato una *class action* contro varie società energetiche per avere contribuito al riscaldamento globale emettendo gas serra che hanno causato un uragano, come quello Katrina, di una forza particolarmente severa e senza precedenti. Veniva richiesto il risarcimento dei danni subiti dagli attori a seguito dell'uragano. Anche quest'azione è stata respinta sia sulla base della c.d. *political question doctrine* — secondo cui le corti si rifiutano di decidere su un caso se esso presenta una questione politica perché le corti sono per definizione apolitiche — che per mancanza di un sufficiente nesso di causalità. In *American Electric Power Co., Inc., et al. v. Connecticut et al.*, April 19, 2011, la Corte Suprema ha respinto il ricorso presentato contro alcune società petrolifere, accusate di avere commesso il *tort of nuisance*, fatto valere come *tort* rientrante nella disciplina federale, argomentando che le attività riguardanti il clima sono demandate all'*Environmental Protection Agency* e quindi, se non vengono violate regole fissate dall'agenzia, le corti non possono essere competenti in materia. In altri casi — che esulano dall'interesse di questo articolo — sono stati citati gli stati o le agenzie federali americani oppure il governo olandese, belga, australiano nei rispettivi ordinamenti o anche la Commissione per i Diritti Umani nelle Filippine da parte di *Greenpeace* del sud est asiatico; per un approfondimento, cfr. P. SELEY - R. DUDLEY, *Emerging Trends in Climate Change Litigation*, in *Law 360*, March 7, 2016, 4 s.

⁽⁵⁴⁾ *Id.*, p. 5.

⁽⁵⁵⁾ È emerso che le perdite da parte delle compagnie di assicurazioni sono aumentate, nel mondo, del 30% negli ultimi 30 anni a causa degli incidenti dovuti a fenomeni naturali: così David Rule della *Bank of England* nel corso della conferenza "*TCFD & BoE Conference on Climate Scenarios*", London, October 31st-November 1, 2017. In particolare in Nord America il numero delle catastrofi naturali ha causato negli ultimi 30 anni perdite per le società assicuratrici pari circa a \$1,060 miliardi. Nel 2016 le società multinazionali, nel mondo, hanno dichiarato rischi legati all'acqua pari a \$ 14 miliardi e l'81% dei produttori agricoli hanno dichiarato

agricoli, alle società di trasporto (che dovranno ragionare sul loro modello di business futuro, atteso che gli autoveicoli a benzina sono destinati a diminuire), alle banche (che nelle loro politiche di investimento dovranno decidere quali imprese finanziare e, nello stesso tempo, devono considerare la loro esposizione nei confronti di società il cui valore dipende da riserve fossili)⁽⁵⁶⁾, agli investitori istituzionali ed ai gestori che dovranno definire le politiche di investimento soprattutto nel medio-lungo termine⁽⁵⁷⁾. Si tratta

di avere subito impatti legati alla deforestazione che hanno comportato cambiamenti significativi nell'operatività, nei ricavi o nei costi negli ultimi 5 anni. Cfr. CERES, *Lead from the Top: Building Sustainability Competence on Corporate Boards*, 2017, 10. Difatti, dopo uno dei peggiori uragani della storia avvenuto nel 2017, le società assicuratrici più importanti al mondo hanno dichiarato che questo settore industriale deve coalizzarsi se vuole sopravvivere al cambiamento climatico in quanto assicurarsi contro i disastri naturali potrebbe raggiungere livelli insostenibili per gli assicurati, essendo i danni potenziali talmente imprevedibili da rendere l'elaborazione di un modello impossibile — rischio non accettabile per gli assicuratori: cfr. J. SHANKLEMAN, *Big Insurers Brace for Perilous Future as Climate Risks Escalate*, in *Bloomberg L.P.*, 13 novembre 2017, 1. Si consideri inoltre che la Banca Mondiale ha dichiarato che nel 2017 gli uragani si sono quadruplicati rispetto agli anni '60; inoltre la compagnia assicurativa Swiss Re ha stimato che la sua perdita economica, nel 2017, sia stata quasi il doppio rispetto al 2016 (306 miliardi di dollari a fronte di 188 miliardi di dollari) e anche decisamente superiore alla media degli ultimi 10 anni (190 miliardi): IL SOLE 24 ORE, *Il costo dei disastri globali è quasi raddoppiato*, 10 gennaio 2018.

⁽⁵⁶⁾ Ad esempio la *Bank of England* già utilizza *stress test* nella vigilanza delle banche sugli scenari da queste considerati in tema di cambiamento climatico: David Rule della *Bank of England* nel corso della conferenza “TCFD & BoE Conference on Climate Scenarios” (nt. 55). Da uno studio effettuato si stima che le esposizioni delle banche in Europa verso società che producono fonti fossili sia pari a 300-400 miliardi di Euro. Mentre l'esposizione di tutte le istituzioni finanziarie sommate insieme, sempre in Europa, eccede 1 trilione di Euro: cfr. F. WEYZIG - B. KUEPPER - J. WILLEM VAN GELDER - R. VAN TILBURG, *The Price of Doing Too Little Too Late. The Impact of the Carbon Bubble on the EU Financial System. A Report Prepared for the Greens/EFA Group - European Parliament*, February 2014, 5. Cfr. inoltre S. ROSSI, *Finanza e cambiamento climatico*, relazione presentata al convegno “Finanza e ambiente”, Roma, 16 aprile 2018, 6, 9 secondo cui « La spinta che l'Europa sta imprimendo per accrescere il ruolo del Sistema finanziario nel contrasto ai cambiamenti climatici è forte » e « I sistemi finanziari ne sono coinvolti in modo pesante, sia direttamente che indirettamente ».

⁽⁵⁷⁾ Si consideri, ad esempio, il Rapporto “*Investing in a Time of Climate Change*”, 2015, elaborato dalla società di consulenza globale Mercer che consiglia di ridurre, nel lungo periodo, gli investimenti in società produttrici di petrolio e gas del 25%. Oppure il già citato (nt. 18) Norges Bank Investment Management che ha deciso di disinvestire da società di petrolio e carbone. Peraltro l'Accordo di Parigi contiene una disposizione secondo cui « i flussi finanziari devono essere coerenti con la finalità di realizzare minori emissioni di gas serra ed uno sviluppo che sia resiliente al clima » ciò vuol dire che gestori di fondi, regolatori finanziari e, in generale, il settore finanziario ha preso l'impegno di affrontare i rischi legati al clima (cfr. WWF REPORT, *European Asset Owners: 2°C Alignment and Misalignment of Public Equity Portfolios*, 2017, 7). Tanto che la proposta è che i gestori, come conseguenza dell'Accordo di Parigi, siano obbligati a dichiarare pubblicamente se i loro investimenti sono compatibili con uno scenario che mantiene l'aumento della temperatura sotto i 2°C: cfr. WORLD ECONOMIC FORUM, *Why Your Pension Fund May Be Causing Climate Change*, in <https://www.weforum.org/agenda/2017/12/why-your-pension-fund-may-be-causing-climate-change>. Difatti sei fondi sovrani (Abu Dhabi Investment Authority, Kuwait Investment Authority, New Zealand Superannuation

invero di uno dei rischi più significativi emersi negli ultimi tempi. Il problema è che le conseguenze del riscaldamento globale sono incerte sia nelle caratteristiche che nella loro tempistica. Tuttavia esse non sono destinate a manifestarsi solo nel lungo periodo: gli accordi di Parigi del dicembre 2015 prevedono l'impegno degli stati firmatari a ridurre i gas serra già nei prossimi anni ciò che implicherà un decremento della produzione delle energie fossili ed un aumento dell'impiego delle energie rinnovabili con conseguenze considerevoli sul modello di business delle società appartenenti a vari settori industriali. In ogni caso non conseguiranno solo rischi ma anche opportunità. Perciò spetta ai consigli di amministrazione tenere conto di queste conseguenze sia per la gestione dei rischi che per la pianificazione strategica.

A questo proposito, il *Financial Stability Board* ha emanato delle Raccomandazioni, nel giugno 2017, per guidare le società nella rappresentazione, nel monitoraggio e nella gestione dei rischi e delle opportunità legati al cambiamento climatico. Esso ha stimato le opportunità in 1 trilione di dollari di nuovi investimenti, per anno, nel prossimo futuro, nel mondo. La *Task Force* del *Financial Stability Board* ha impiegato 18 mesi per l'elaborazione di queste direttive emanate sul presupposto che gli investitori richiedono sempre di più trasparenza su questo genere di informazioni⁽⁵⁸⁾. Il *Financial Stability Board* è stato incaricato dal G20 dei Ministri della finanza e dei governatori delle banche centrali di capire come il settore finanziario può prendere in considerazione queste tematiche. Inoltre lo stesso organismo ha individuato l'esigenza di migliori informazioni a supporto di decisioni di investimento, finanziamento, assicurazione per meglio comprendere rischi ed opportunità conseguenti. Sono state elaborate, in sintesi, quattro Raccomandazioni applicabili a tutte le società di tutti i settori, industriali e non, e di tutte le giurisdizioni. Queste informazioni devono essere contenute

Fund, Norges Bank Investment Management, Public Investment Fund of the Kingdom of Saudi Arabia, Qatar Investment Authority), che investono nel mondo 2 mila miliardi di dollari, hanno costituito, il 12 dicembre 2017 a Parigi, il *One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group* con la finalità di sviluppare linee guida per affrontare le questioni relative al cambiamento climatico impegnandosi ad attuare iniziative nel medio-lungo periodo tese a rispettare gli Accordi di Parigi, mantenendo la temperatura al di sotto di 2°: cfr. R. ULGHERI, *Sei fondi sovrani per un pianeta ESG*, in *ETicaNews*, 25 gennaio 2018, 1. Inoltre alcuni investitori, che gestiscono 30 trilioni di dollari, hanno siglato un accordo impegnandosi nei prossimi cinque anni a far ridurre le emissioni di gas serra e far migliorare la trasparenza e la *governance* riguardo al clima presso le società più inquinanti del mondo; mentre altri investitori, che gestiscono 10 trilioni di dollari, hanno chiesto alle società produttrici di petrolio un'azione più incisiva sul clima chiedendo che le società non si limitino alla trasparenza ma stabiliscano degli obiettivi specifici da raggiungere nei prossimi anni (cfr. S. KENT, *Climate Pressure on Shell Is Warning to Oil Industry*, in *W.S.J.*, May 21, 2018, 1).

⁽⁵⁸⁾ Cfr. TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (nt. 25), ii s. La *Task Force* era composta da 32 membri ed era globale, comprendendo rappresentanti di varie organizzazioni (banche, società assicurative, fondi pensioni, *asset managers*, società industriali, revisori e consulenti, agenzie di *rating*).

nei documenti finanziari annuali destinati al mercato (con conseguente controllo del *chief financial officer*, del comitato *audit* etc., a seconda delle regole interne di *governance* e nel rispetto della normativa nazionale). Esse sono state pensate per incoraggiare decisioni utili e prospettive sugli impatti finanziari. Il loro contenuto è costituito dai rischi e dalle opportunità relative alla transizione verso un'economia a basso consumo di carbone. Le Raccomandazioni del *Financial Stability Board* riguardano la trasparenza su quattro elementi chiave: (i) l'organizzazione della *governance* adottata dalla società per tenere conto dei rischi e delle opportunità legate al cambiamento climatico (il coinvolgimento dei comitati, individuando quali, la frequenza e la procedura delle loro riunioni, la supervisione del consiglio di amministrazione, il ruolo del management nell'identificazione e gestione dei rischi e delle opportunità); (ii) le conseguenze su attività, strategia e pianificazione finanziaria (con riferimento al breve, medio e lungo termine, anche per quanto riguarda la resilienza della strategia della singola società, date le condizioni di incertezza, utilizzando i vari scenari perché esistono diversi possibili futuri); (iii) i processi utilizzati per l'identificazione e gestione dei relativi rischi (c.d. *risk management*) specificando come la società identifica, valuta e gestisce i rischi legati al cambiamento climatico (descrivendo i processi e spiegando come essi sono integrati nella gestione generale dei rischi dell'emittente); (iv) le metriche e gli obiettivi utilizzati per identificare e gestire questi rischi ed opportunità in linea con la strategia e i processi di gestione del rischio indicando *Scope 1, 2 e 3* ⁽⁵⁹⁾ di emissioni di gas serra ed i relativi rischi e descrivendo gli obiettivi utilizzati per gestire rischi ed opportunità e misurare i risultati rispetto agli obiettivi stabiliti. Si raccomanda inoltre di pubblicare questa informativa nella relazione finanziaria annuale perché soggetta a revisione ed al fine di agevolarne la massima pubblicità ⁽⁶⁰⁾. L'informativa deve contenere solo i dati rilevanti, deve essere specifica e completa, chiara, bilanciata e comprensibile, coerente nel tempo (e quindi da un esercizio finanziario all'altro), comparabile tra società appartenenti allo stesso settore industriale, verificabile, oggettiva, e periodica.

È importante, secondo il *Financial Stability Board*, e d'altronde la Comunicazione della Commissione Europea ne fa menzione, l'esplicito riferimento agli scenari, incluso un aumento della temperatura di 2 gradi centigradi o di una misura maggiore. Perciò al fine di selezionare le informazioni

⁽⁵⁹⁾ Per *Scope 1* si intendono tutte le emissioni dirette di gas ad effetto serra; per *Scope 2*, tutte le emissioni indirette dei gas ad effetto serra che derivano dal consumo di elettricità, dal calore o dal vapore; per *Scope 3*, le altre emissioni indirette, non coperte dallo *Scope 2*, che si verificano nella catena di valore della società, sia nelle emissioni a monte che a valle (es. estrazione e produzione di materiale acquistato e benzina, attività di trasporto in veicoli non di proprietà o controllati dalla società, attività collegate all'elettricità, attività in *outsourcing*, disposizione dei rifiuti).

⁽⁶⁰⁾ *Id.*, 14, 17, 33. La *Task Force* ha poi previsto alcuni approfondimenti particolari relativi ai vari settori industriali distinguendo tra i finanziari ed i non finanziari.

rilevanti, il consiglio di amministrazione deve fare riferimento agli scenari elaborati dai massimi istituti di ricerca internazionali e basati su studi, ricerche e pronostici ⁽⁶¹⁾. Anche se gli scenari non costituiscono delle previsioni, ma solo delle ipotesi per il futuro, devono essere: plausibili, coerenti, basati su solide basi scientifiche, con assunzioni trasparenti, rigorose e chiare e metodologie accurate. Di essi i consigli di amministrazione devono tenere conto per definire i rischi, la loro gestione e per pianificare la strategia aziendale nel medio-lungo termine con riferimento alle opportunità future e quindi agli investimenti che possono essere attuati ed alla eventuale ridefinizione del modello di business. In particolare è opportuno fare riferimento a più di uno scenario (e cioè l'aumento della temperatura globale di 2, 4, o 6 gradi) perché a ciascuno di esso corrispondono rischi diversi e, solo facendo riferimento ad un'ampia gamma di scenari, si possono comparare i risultati.

Il consiglio di amministrazione può dirsi perciò adempiere all'obbligo di diligenza allorché farà riferimento a più scenari perché non sembra essere certo un aumento della temperatura fino a 2 gradi, omogeneamente in tutte le parti del mondo. La visione più condivisa è che si avrà un aumento non superiore a 2 gradi, entro il 2030, limitando la concentrazione di gas serra nell'atmosfera a circa 450 parti per milione di CO₂, il c.d. Scenario 450 ⁽⁶²⁾. In verità, domina la più assoluta incertezza su cosa potrebbe accadere in ciascuna zona del pianeta in cui la singola società dovrà operare; né è chiaro come la politica potrà reagire, sia nei tempi che nei modi. Le conseguenze potrebbero essere diverse da zona a zona; gli effetti potrebbero riguardare la terra, l'acqua, il flusso migratorio. Non ci sono basi scientifiche certe e i vari scenari sono basati su assunzioni che potrebbero rivelarsi non accurate. Per questa ragione, è diligente fare riferimento a diversi scenari. Esistono in verità moltissimi diversi scenari e se ogni società facesse riferimento a scenari diversi da altre società, la comparazione tra le varie informazioni pubblicate sarebbe tuttavia molto complicata ⁽⁶³⁾. Inoltre rientra nell'obbligo di diligenza del consiglio di amministrazione l'aggiornamento continuo degli sce-

⁽⁶¹⁾ Gli scenari sul cambiamento climatico sono prodotti da università, istituti di ricerca, istituzioni intergovernative, agenzie o dipartimenti statali, associazioni non governative, o dalle stesse società (ad es. British Petroleum, Shell, ExxonMobil, Statoil). È discutibile, a mio avviso, l'oggettività degli scenari elaborati dalle società medesime che potrebbero così giustificare qualsiasi scelta imprenditoriale. Tra le organizzazioni internazionali si considerino le seguenti: IEA (*International Energy Agency*) che ha emanato nel 2017 il nuovo *World Energy Outlook* con un nuovo scenario (*the Sustainable Development Scenario*) che sviluppa il precedente e, fino a questo momento più utilizzato, il c.d. 450 Scenario; l'IPCC (*Intergovernmental Panel on Climate Change*), IIASA (*International Institute for Applied Systems Analysis*), PIK (*Postdam Institute for Climate Impact Research*), IRENA (*International Renewable Energy Agency*), lo *EU Reference Scenario 2016*, etc. In Italia, in particolare, gli scenari sono elaborati da FEEM (con riferimento agli impatti economici), CMCC (con riferimento agli impatti fisici).

⁽⁶²⁾ Cfr. INTERNATIONAL ENERGY AGENCY, 2011 *World Energy Outlook*, www.iea.org.

⁽⁶³⁾ Cfr. TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (nt. 25), 25 s. e Allegato relativo agli scenari.

nari ed in generale i dati di riferimento, identificando principalmente gli scenari relativi al paese o ai paesi in cui la società opera ed i relativi rischi da cambiamento climatico. Essi potranno essere desunti innanzitutto dagli obiettivi che si pone il singolo paese a seguito dell'Accordo di Parigi del 2015 ⁽⁶⁴⁾.

Anche queste Raccomandazioni del *Financial Stability Board* costituiscono un imprescindibile riferimento per i consigli di amministrazione perché esse costituiscono l'elaborazione più avanzata a livello internazionale in tema di rappresentazione dei rischi e delle opportunità legati al cambiamento climatico. Per questa ragione le società hanno l'obbligo di seguire queste raccomandazioni per la più corretta rappresentazione e ciò rientra nel contenuto della diligenza che deve essere adoperata dai consigli di amministrazione ⁽⁶⁵⁾. La *Task Force* ha individuato due principali categorie di rischi: i) la transizione ad un'economia a basso consumo di carbone; ii) gli impatti fisici. Per quanto riguarda la transizione, essa comporterà cambiamenti di varia natura: di politica legislativa (i governi cioè adotteranno disposizioni per promuovere o costringere le società a ridurre le emissioni di CO₂ ad es. imponendo una tassa sul carbone, prevedendo incentivi per l'utilizzo di energia alternativa, adottando azioni ad efficienza energetica o nell'utilizzo dell'acqua, del suolo e del sottosuolo affinché sia più sostenibile); giuridici (aumenta il rischio legale di azioni di risarcimento danni — come i casi sopra menzionati in questo paragrafo dimostrano — da parte di proprietari di terreni, enti locali, stati, assicuratori, azionisti, organizzazioni di interesse pubblico); tecnologici (nuove tecnologie andranno a sostituire le vecchie, le quali diventeranno obsolete e ci sarà dunque un processo di distruzione creativa); di mercato (cambieranno domanda e offerta di determinati beni); reputazionali. I rischi fisici sono costituiti da tutte le conseguenze a persone o cose a seguito di violenti fenomeni naturali (cicloni, uragani etc., aumento del mare o delle onde etc.). Per le stesse ragioni, il cambiamento climatico comporta anche delle opportunità in termini di effi-

⁽⁶⁴⁾ Ad esempio, in Italia il 10 novembre 2017 è stata approvata la Strategia Energetica Nazione in cui sono stabiliti i vari obiettivi in campo energetico, quali: la decarbonizzazione entro il 2025 con un'accelerazione della chiusura della produzione elettrica degli impianti termoelettrici a carbone, la riduzione dei consumi di energia nel 2021-2030 pari all'1,5% annuo, l'aumento dei consumi da fonti energetiche rinnovabili pari al 28% al 2030, l'abbandono delle fonti fossili al 2050, etc. Essa prende come riferimento uno scenario nazionale "Base" elaborato da FEEM, RSE, ISPRA, ENEA, Politecnico di Milano, disponibile su www.rse-web.it/colloquia/Decarbonizzazione-dell-economia-italiana-ndash-Scenari.page.

⁽⁶⁵⁾ Si consideri che è stato, di recente, raccomandato all'Unione Europea, al fine di standardizzare le informazioni contenute nella Direttiva n. 95/2014 (come detto anche *supra* nt. 45), di fare proprie le Raccomandazioni della *Task Force* inglobandole nella modifica della Direttiva: EU HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy, Final Report*, 2018, 24 s.

cienza delle risorse, risparmio dei costi, accesso a nuovi mercati, nuovi prodotti e servizi, resilienza alle mutate capacità etc. ⁽⁶⁶⁾.

È di tutta evidenza che si tratta di informazioni di tipo previsionale in quanto non esistono dati storici; per questa ragione il *Financial Stability Board* raccomanda agli emittenti di tenere conto dei diversi scenari per elaborare i piani strategico-industriali ⁽⁶⁷⁾.

4. Conformemente alla Quarta Direttiva n. 78/660/EC, il contenuto della relazione sulla gestione di cui all'art. 2428, comma 2 c.c. già faceva riferimento — sin dalla modifica introdotta dal d.lg. 2 febbraio 2007 n. 32 — agli indicatori (oltre che finanziari) « se del caso, non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale » ⁽⁶⁸⁾. Il decreto legislativo del 30 dicembre 2016 n. 254, che ha recepito la Direttiva N. 2014/95/UE, ha ampliato il contenuto e specificato l'obbligo di trasparenza nel senso fin qui spiegato. La c.d. dichiarazione non finanziaria è obbligatoria a partire dal bilancio al 31 dicembre 2017 per tutti i c.d. enti di interesse pubblico rilevanti identificati dall'art. 3 del d.lgs. n. 254/2016 e cioè: le banche, le assicurazioni e riassicurazioni, gli emittenti valori mobiliari quotati in Europa — a prescindere dalle loro caratteristiche dimensionali — nonché tutti gli altri enti che abbiano avuto in media, durante l'esercizio finanziario di riferimento, un numero di dipendenti superiore a 500 e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei seguenti limiti dimensionali: totale stato patrimoniale di almeno 20 milioni di Euro o totale dei ricavi netti delle vendite o delle prestazioni di almeno 40 milioni di Euro.

L'art. 3, comma 7 d.lgs. n. 254/2016 stabilisce che il consiglio di amministrazione ha la responsabilità di garantire che la relazione sia redatta e pubblicata in conformità a quanto previsto dalla legge. Ciò vuol dire, intanto, che il primo compito affinché gli amministratori assolvano all'obbligo di pubblicità con la diligenza dovuta — come detto *supra sub* par. 3 — con-

⁽⁶⁶⁾ Cfr. per un esempio L. DAL FABBRO, *L'economia del girotondo*, Milano, 2017, *passim*, in particolare, 91 s.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, (nt. 25), 9.

⁽⁶⁸⁾ Si citavano come esempi la politica in materia di smaltimento dei rifiuti tossici e nocivi e, sul personale, il tasso di *turnover* dei dipendenti, le ore di assenza per malattia o infortuni, la politica di formazione etc. e si precisava che queste informazioni dovevano essere riferite non in astratto, ma con riferimenti diretti alle poste inserite nei documenti contabili, se del caso oggetto di ulteriori chiarimenti rispetto a quanto già indicato nella nota integrative: cfr. P. BALZARINI, *Art. 2428*, in *Codice Commentato delle Società*, a cura di G. Bonfante - D. Corapi - L. De Angelis - V. Napoleoni - R. Rordorf - V. Salafia, Milano, 2011, 1299, 1300. Inoltre, si sottolineava che « l'inserimento di informazioni attinenti all'ambiente e al personale consente di ampliare la capacità informative della relazione fino ad accogliere dati ed informazioni proprie del c.d. « bilancio sociale » e del « bilancio ambientale »: *Commento sub art. 2428*, in *Codice commentato delle società*, a cura di N. Abriani - M. Stella Richter jr., Milano, 2010, 1142.

siste nell'individuazione delle informazioni non finanziarie rilevanti. Il decreto di recepimento, a confronto con la Direttiva, specifica alcune di queste informazioni riferendosi, nell'art. 3, comma 2: all'utilizzo di risorse energetiche — distinguendo se prodotte da fonti rinnovabili o non rinnovabili — e all'impiego delle risorse idriche, alle emissioni di gas ad effetto serra e alle emissioni inquinanti in atmosfera; all'impatto — sulla base di ipotesi o scenari realistici anche a medio termine — sull'ambiente, sulla salute e la sicurezza, associato ai vari fattori di rischio inclusi quelli ambientale e sanitario; agli aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale (incluse le politiche di genere) e alle misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali; per quanto riguarda il rispetto dei diritti umani, alle misure adottate per prevenire le violazioni nonché alle azioni poste in essere per impedire atteggiamenti discriminatori; con riferimento alla lotta alla corruzione attiva e passiva, agli strumenti a tale fine adottati ⁽⁶⁹⁾. Relativamente alle metodologie di rendicontazione, la scelta operata dal legislatore italiano è più ampia rispetto alle disposizioni della Direttiva N. 2014/95/UE in quanto manca il requisito esplicito che si tratti di *standards* diffusi a livello nazionale o internazionale; anzi, l'art. 3, comma 4 del d.lgs. n. 254/2016 consente anche il ricorso « ad una metodologia di rendicontazione autonoma » purché adeguatamente descritta e motivata. Tale flessibilità è discutibile ed in contrasto, a mio avviso, con la Direttiva in quanto essa, se fosse seguita dalle imprese, potrebbe non agevolare la comprensione delle informazioni da parte del mercato e comunque rendere la comparazione tra le dichiarazioni non finanziarie dei vari emittenti estremamente complicata, minando in radice l'efficacia della disciplina e contravvenendone la *ratio*. Peraltro, come accennato *supra*, *sub* par. 3 e 3.1., è verosimile una prossima modifica della Direttiva al fine di prevedere una tassonomia delle informazioni ⁽⁷⁰⁾. La scelta se procedere ad una rendicontazione autonoma oppure all'utilizzo di *standards* diffusi a livello nazionale o internazionale spetta al consiglio di amministrazione; tenendo conto delle finalità della disciplina comunitaria è preferibile ricorrere a *standards* già conosciuti dal mercato oppure consultare gli *stakeholders* come si dirà *infra*.

⁽⁶⁹⁾ Per quanto riguarda le informazioni sulle politiche di diversità, l'art. 10 del d.lgs. 254/2016 introduce una modifica dell'art. 123-*bis* TUF integrando — conformemente all'art. 1, par. 2 della Direttiva N. 2014/95/UE — il contenuto della “Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari” chiedendo di fornire « una descrizione delle politiche in materia di diversità, applicate in relazione alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo, relativamente ad aspetti quali l'età, la composizione di genere e il percorso formativo e professionale, nonché una descrizione degli obiettivi, delle modalità di attuazione e dei risultati di tali politiche »; cfr. per un approfondimento E. Pucci, Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 67 s.

⁽⁷⁰⁾ Cfr. nt. 45 e 65.

Per quanto riguarda la forma della comunicazione, l'art. 19a, par. 1 della Direttiva prevede, in una disposizione suppletiva, che la collocazione della dichiarazione non finanziaria sia — come sopra spiegato — la relazione sulla gestione per poi, nell'art. 19a, par. 4, lasciare agli Stati membri la decisione se esonerare da quest'obbligo di trasparenza le imprese che già pubblichino queste informazioni in rapporti separati dal bilancio purché la pubblicità sia contestuale alla relazione sulla gestione o avvenga entro sei mesi dalla pubblicazione del bilancio e vi sia un riferimento nella relazione sulla gestione. Cioè la formulazione testuale della Direttiva — disposizione suppletiva che fa riferimento alla relazione sulla gestione e previsione di una possibile alternativa da parte degli Stati membri — mostra una preferenza, da parte del legislatore comunitario, per la collocazione della dichiarazione non finanziaria nella relazione sulla gestione. La scelta del legislatore italiano invece è più neutrale in quanto, secondo l'art. 5 del d.lgs. n. 254/2016, la dichiarazione non finanziaria può essere contenuta nella relazione sulla gestione oppure in una relazione distinta purché, in entrambi i casi, ci sia una sezione contrassegnata con l'apposita dicitura che si tratti di dichiarazione non finanziaria. Inoltre le informazioni possono essere inserite anche con la tecnica del rinvio ad altri documenti o ad altre sezioni della relazione, secondo quanto specificato dall'art. 5, comma 2, eventualmente indicando altresì la sezione del sito internet rilevante; ciò è consentito solo nella misura in cui non venga limitata la comprensione e l'importanza dell'informativa ⁽⁷¹⁾. Come può evincersi, la scelta sulla forma della comunicazione è demandata quindi alla totale discrezionalità del consiglio di amministrazione cui — in tutti i casi — spetta l'approvazione della dichiarazione non finanziaria.

La scelta del consiglio di amministrazione dovrebbe considerare, *in primis*, quali possono essere le preferenze del mercato e degli *stakeholders*. Anche da questo punto di vista — oltre che per quanto riguarda l'individuazione delle informazioni rilevanti su cui v. *supra*, par. 3 o il metodo di rendicontazione — è consigliabile che il consiglio di amministrazione consulti questi ultimi per appurare le loro preferenze. La differenza tra l'inclusione della dichiarazione non finanziaria nella relazione sulla gestione oppure in un rapporto separato, comunque, non riguarda i controlli, né i tempi per la pubblicazione nel registro delle imprese: in entrambi i casi — come fin qui analizzato — essi coincidono. La Consob, nel Regolamento di attuazione del d.lgs. n. 254/2016, specifica che — a prescindere dalla scelta circa la collocazione — gli emittenti quotati pubblicano la dichiarazione congiunta-

⁽⁷¹⁾ Si segnala che, invece, Francia e Regno Unito hanno previsto, come unica possibilità, la collocazione della dichiarazione non finanziaria nella relazione sulla gestione: cfr. *Sections* 414CA, 414CB aggiunti nel *Companies Act* 2006 dalla *Section 4, The Companies, Partnerships and Groups (Accounts and Non-Financial Reporting) Regulations* 2016, per recepire la Direttiva; e l'*Article* L. 225-102-1 (1) Codice Civile introdotto dall'*Ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017* e dal *Decret n° 2017-1265 du 9 aout 2017* per recepire la Direttiva.

mente alla relazione finanziaria annuale e con le stesse modalità, così come gli emittenti diffusi la pubblicano contestualmente al deposito della relazione sulla gestione nel registro delle imprese o presso la sede sociale, e gli emittenti non quotati né diffusi la pubblicano sul proprio sito internet contestualmente al deposito presso il registro delle imprese dandone comunicazione alla Consob ⁽⁷²⁾. Tanto meno la differenza di collocazione concerne le conseguenze in termini di responsabilità civile per il consiglio di amministrazione che in ogni caso — sia che la dichiarazione finanziaria sia contenuta nella relazione sulla gestione, sia che sia contenuta in un Rapporto separato — avrà la competenza per l'approvazione. Al contrario dell'ordinamento statunitense in cui esiste, da un punto di vista probatorio, una riduzione del rischio di responsabilità se le informazioni sono inserite in un Rapporto separato — come spiegato nel par. 2, *supra* —, nel nostro ordinamento gli stessi principi di trasparenza devono ritenersi applicabili a tutte le informazioni comunque diffuse nei confronti del pubblico, siano esse di carattere obbligatorio (bilancio, prospetto etc.) oppure volontario (studi, statistiche, etc.). In particolare, per le caratteristiche fin qui descritte, la c.d. dichiarazione non finanziaria è da considerarsi informazione obbligatoria e quindi dovrà essere redatta seguendo i doveri di chiarezza, veridicità e correttezza previsti dal legislatore a tutela dell'efficiente funzionamento del mercato finanziario; tali doveri sono da considerarsi applicabili a prescindere dalla collocazione della dichiarazione perché essi, in generale, devono essere rispettati nella diffusione sul mercato finanziario di tutte le informazioni, ivi comprese quelle di natura volontaria. D'altronde la Consob, sin dal 1998, esplicitava che i requisiti di trasparenza (intesa come chiarezza, intellegibilità, completezza, coerenza e quindi veridicità) « devono essere seguiti nella redazione dei prospetti, come in occasione di qualsiasi altra comunicazione al pubblico sulla situazione societaria » ⁽⁷³⁾.

Chiarito pertanto che non esistono conseguenze in termini di responsabilità, controlli, tempistica e che è consigliabile un coinvolgimento dei vari *stakeholders* nella scelta, la soluzione dell'inclusione della dichiarazione non finanziaria nella relazione sulla gestione è da reputarsi preferibile sia perché, come sopra spiegato, questa collocazione è stata considerata la prima scelta nel testo della Direttiva (pur lasciando flessibilità agli Stati e quindi alle imprese) ma soprattutto perché essa favorisce un'effettiva considerazione delle tematiche oggetto di informativa nella pianificazione strategica e nella gestione generale delle imprese destinatarie di questa disciplina. Che l'informativa integrata sia preferibile all'informativa separata è ben spiegato dal

⁽⁷²⁾ Art. 2 Regolamento Consob approvato con Delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018.

⁽⁷³⁾ Cfr. CONSOB, *Note tecniche in materia di "Sollecitazione all'investimento"*, 10 novembre 1998, par. 4.4.1. Per un approfondimento su questo punto sia consentito il rinvio a S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 72 s. ove ampi riferimenti bibliografici.

Parlamento europeo: l’informativa integrata è il miglior modo per includere i fattori non finanziari — e dunque la responsabilità sociale d’impresa — interamente nei piani strategici elaborati dalle società; solo così questi fattori potranno essere conseguentemente presi in considerazione anche nell’operatività quotidiana ⁽⁷⁴⁾. Prima dell’introduzione della disciplina di cui in oggetto, molte società anche italiane già pubblicavano i rapporti di sostenibilità ma queste tematiche, affidate ad un’apposita struttura all’interno dell’organizzazione, restavano spesso isolate, producendo il c.d. effetto silos. La struttura *ad hoc* non interagiva né con le altre strutture, né con il consiglio di amministrazione con la conseguenza che le materie legate alla sostenibilità non facevano parte delle scelte gestorie o della pianificazione strategica generale. Invece la previsione di un bilancio integrato con le informazioni non finanziarie da un lato, e la conseguente competenza del consiglio di amministrazione nella sua approvazione facilita l’interazione tra le varie strutture e consente che si tenga effettivamente conto di tutti i fattori che rientrano nella responsabilità sociale d’impresa ⁽⁷⁵⁾.

5. L’art. 3, comma 7 del d.lgs. n. 254/2016 specifica che la responsabilità che la “relazione” (ovverossia, la dichiarazione non finanziaria) sia redatta e pubblicata in conformità con le disposizioni del decreto medesimo sia del consiglio di amministrazione dell’ente destinatario della disciplina. Lo stesso comma precisa, in aggiunta, che gli amministratori agiscono secondo criteri di “professionalità e diligenza”. Questa disposizione rappresenta, a mio avviso, un’elevazione dello *standard* di comportamento degli amministratori, sia rispetto alla Direttiva (la quale, come è naturale che sia, demanda agli stati membri tale disciplina) che rispetto al codice civile: l’art. 2392 c.c. prevede un criterio oggettivo e soggettivo della diligenza che però non contempla espressamente la professionalità (al contrario di quanto previsto dall’art. 2407, comma 1 c.c. per i membri del collegio sinda-

⁽⁷⁴⁾ Cfr. Risoluzione del Parlamento Europeo, 6 febbraio 2013, n. 2012/2097 (INI) (nt. 4), par. 23 ove si legge: « Stresses that corporate responsibility must not be reduced to a marketing tool, and that the only way to develop CSR to the full is to embed it in a company’s overall business strategy and to implement it and translate it into reality in its day-to-day operations and financial strategy; would welcome a link between good corporate responsibility and good corporate governance; believes the Commission should encourage companies to decide on a CSR strategy at board level; calls on the Commission and the Member States to introduce corporate stewardship codes that reflect the importance of responsibility for all in the company and establish a strong link between its environmental, social and human rights performance and its financial results ».

⁽⁷⁵⁾ Come ben spiegato l’*Integrated Thinking* è concepito « as a way of breaking down internal silos and reducing duplications »: cfr. D. HITCHCOCK - M. WILLARD, *The Business Guide to Sustainability*, 2012, p. 245. Questo essendo il *leitmotiv* dell’*Integrated Reporting Council* (nt. 38).

cale) ⁽⁷⁶⁾. Lo *standard* di diligenza, per quanto riguarda la redazione e pubblicazione della dichiarazione non finanziaria, è dunque sicuramente più elevato per gli amministratori di quanto non sia previsto dal codice civile per il normale espletamento degli altri obblighi di legge, ivi compresa la gestione, altrimenti non si giustificerebbe la differenza terminologica utilizzata dal legislatore domestico nel silenzio, si ripete, della Direttiva di riferimento. Perciò, al pari dello *standard* previsto per il collegio sindacale, la norma in esame richiede che la prestazione sia eseguita con professionalità

⁽⁷⁶⁾ Sul criterio oggettivo e soggettivo dello *standard* di diligenza previsto, in generale, per gli amministratori dal codice civile, cfr. per tutti F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 179 s. In dottrina, si ritiene che la modifica dell'art. 2392, comma 1 c.c. a seguito della riforma del diritto societario, facente riferimento alla natura dell'incarico ed alle specifiche competenze, avrebbe formalizzato il passaggio dalla diligenza del buon padre di famiglia di cui all'art. 1176, comma 1 c.c. a quella professionale di cui all'art. 1176, comma 2 c.c. per sancire un generale parametro di adempimento più qualificato e professionalizzante. Cfr. S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Le società per azioni*, a cura di N. Abriani - S. Ambrosini - O. Cagnasso - P. Montalenti, Padova, 2010, 661; F. BRIOLINI, *Sub art. 2392*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, I, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, Milano, 2016, 1385 s.; A. DE NICOLA, *sub art. 2392*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2005, 555; A. ROSSI, *Sub art. 2392*, in *Il nuovo diritto delle società*, I, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 792; A. ZANARDO, *Il criterio della diligenza nell'esercizio dell'attività di amministrazione di s.p.a.: considerazioni generali e "declinazioni" applicative*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, a cura di G. Meruzzi - G. Tarantini, Padova, 2011, 232 s.; EA., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni*, Padova, 2010, 164 s. Tuttavia si ritiene che per attività professionale debba intendersi quella che non richiede specifici requisiti di professionalità ma presenti caratteri di « sistematicità, stabilità e continuità di esercizio » (IBIDEM). Inoltre pur non prescrivendo il codice civile requisiti di professionalità per gli amministratori, è controverso in dottrina se la perizia sia da intendersi inclusa o meno nella diligenza. Anche facendo riferimento alla Relazione di accompagnamento alla riforma del diritto societario (§ 6.III.4) che esclude che gli amministratori debbano essere periti nei vari settori della gestione — cosa che non potrebbe pretendersi — si è sostenuto da alcuni Autori che la perizia non sia ricompresa nella diligenza: cfr. S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori* (nt. 76), 662 s.; P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, Torino, 2006, 839. Cfr. inoltre S. AMBROSINI - M. AIELLO, *Rassegna di giurisprudenza. Società per azioni. Responsabilità degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2010, 957 s. Altri Autori invece sostengono che lo svolgimento dell'attività di amministrazione comporti o presupponga il possesso di cognizioni adeguate al compito e dunque una « certa forma di perizia »: cfr. C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 678; A. BERTOLOTTI, *Riforma societaria e « perizia » degli amministratori nella gestione: un problema aperto?*, in *Giur. it.*, 2004, 1899; G. COTTINO, *Note minime, divaganti e irriverenti, su amministratori, « perizia », tangenti e responsabilità*, in *Giur. it.*, 2004, 2338. Ma, come ben ricostruito, a leggere attentamente le diverse posizioni espresse ci si accorge che il contrasto è apparente « risolvendosi piuttosto in un mero equivoco terminologico » in quanto, in entrambe le posizioni, si esplicita che l'amministratore debba essere dotato di conoscenze tecniche, di cognizioni o competenze necessarie per l'esercizio dei loro compiti: cfr. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2017, 192 s. ove ampi riferimenti bibliografici di dottrina e giurisprudenza.

oltre che con diligenza: il ricorso al concetto di professionalità — adottando l'interpretazione fornita per i sindaci — reca con sé l'affermazione che dalla condotta degli amministratori non può « ritenersi disgiunto un certo grado di perizia » (77). Per essa deve intendersi « la corretta applicazione delle regole tecniche caratterizzanti una determinata attività, arte o professione » ed anche « l'acquisizione del massimo bagaglio conoscitivo possibile » (78). La conseguenza è che, pur non essendo obbligatoriamente previsto — al contrario di quanto accade per i sindaci — tra i requisiti per la nomina degli amministratori la professionalità, essa diventi (per via interpretativa) comunque indispensabile per l'espletamento di tale incarico nelle società destinatarie dell'obbligo di redazione della dichiarazione non finanziaria, altrimenti gli amministratori non sarebbero in grado di adempiere all'obbligo di cui all'art. 3, comma 7 del decreto in oggetto (79). Pertanto, data l'entrata in vigore di questa disciplina, gli amministratori degli enti specificati devono soddisfare requisiti di professionalità anche se non meglio specificati (al contrario di quanto accade invece per i membri del collegio sindacale cui si riferisce l'art. 2397, comma 2 c.c.); né potrebbero ritenersi applicabili agli amministratori degli emittenti rilevanti i medesimi requisiti previsti per i sindaci giacché i compiti sono differenti. La conseguenza è che la valutazione del comportamento degli amministratori, con riferimento alla dichiarazione non finanziaria, potrà essere valutata più severamente dall'autorità giudiziaria in caso di azioni di responsabilità o dalla Consob nell'esercizio dei poteri di controllo (su cui v. *infra* in questo paragrafo). Al fine di soddisfare questo requisito di professionalità è pertanto opportuno che le società destinatarie della nuova disciplina tengano conto, nell'ambito della valutazione della composizione del consiglio, della necessità che anche compe-

(77) Cfr. per tutti S. AMBROSINI, *Il collegio sindacale*, in *Tratt. Dir. Privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 3, 2013, 189, 274 s.

(78) La prima affermazione, nel testo, è di A. ZANARDO, *Il criterio della diligenza* (nt. 76), 247, la seconda è di G. MOLLO, *Il sistema di gestione informata nella S.p.a. e la responsabilità degli amministratori deleganti*, Torino, 2013, 142.

(79) Come noto, l'art. 2387 c.c. prevede la possibilità che lo statuto della s.p.a. richieda requisiti specifici per gli amministratori. Inoltre il codice di autodisciplina, per le società quotate, raccomanda che il consiglio di amministrazione sia composto da amministratori dotati « di adeguata competenza e professionalità » (v. Comitato per la *Corporate Governance*, Codice di autodisciplina, luglio, 2015, art. 2 (2.P.1)). Ma, come spiegato nel testo, nessuna norma imperativa richiede la professionalità per gli amministratori salvo che per le società di diritto speciale: cfr. L. SAMBUCCI, *Sub art. 2392*, in *Della società - Dell'azienda - Della Concorrenza*, II, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, Torino, 2015, 371. È stato invece affermato, con riferimento al Regolamento Consob n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate, che il requisito di professionalità sia di fatto imposto dai compiti in materia di o.p.c., previsti per il comitato o gli amministratori indipendenti: D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, 2015, 65.

tenze sulle materie c.d. *ESG* siano presenti ed inoltre che il presidente del consiglio di amministrazione organizzi delle specifiche iniziative finalizzate all'approfondimento di queste tematiche e della loro rappresentazione ⁽⁸⁰⁾.

In concreto, alla luce di quanto fin qui esposto, il contenuto dell'obbligo di diligenza e professionalità — così come qualificato dalla nuova disposizione — si sostanzia nell'individuazione e corretta rappresentazione delle informazioni rilevanti che devono avvenire adottando adeguate regole di *governance* (anch'esse oggetto di pubblicità, come detto v. *supra*, par. 2) che prevedano il coinvolgimento di tutte le strutture dell'organizzazione societaria competenti (la funzione sostenibilità, di gestione del rischio, bilancio e controllo, *internal audit*, risorse umane, salute e sicurezza, etc.) e degli *stakeholders* potenzialmente interessati. Inoltre gli amministratori dovranno attenersi agli orientamenti contenuti nella Comunicazione della Commissione Europea ed alla Guida emanata dal *London Stock Exchange* ⁽⁸¹⁾ e, per quanto riguarda il cambiamento climatico, alle raccomandazioni del *Financial Stability Board* ⁽⁸²⁾, in quanto questi documenti costituiscono i punti di riferimento più approfonditi elaborati dal mercato e quindi « il massimo bagaglio conoscitivo possibile » ⁽⁸³⁾. Seguendo gli stessi *standards*, deve essere operata la scelta della collocazione della dichiarazione non finanziaria e del metodo di rendicontazione; da questo punto di vista, dovrà tenersi conto che scopo della disciplina è quello di informare il mercato su queste materie e ciò dovrà avvenire seguendo regole di chiarezza, semplicità, immediatezza, coerenza (rispetto ad informazioni pubblicate in passato o in altri documenti), equilibrio.

L'organo di controllo, che varia a seconda del modello adottato *ex art.* 2380-*bis* c.c., dovrà vigilare sull'osservanza delle disposizioni che si commentano e dovrà riferire anche su queste nella relazione annuale all'assemblea: nessun criterio di diligenza è specificato, per cui si applicano gli obblighi di diligenza e professionalità di cui all'art. 2407 c.c.

Il d.lgs. n. 254/2016 — in ciò aumentando il contenuto del controllo previsto dalla Direttiva — richiede che il soggetto incaricato della revisione legale del bilancio dovrà verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione ed esprimere, con un'apposita relazione distinta indirizzata all'or-

⁽⁸⁰⁾ L'art. 2.C.2 del Codice di autodisciplina (nt. 79) prevede infatti, tra i compiti del presidente del consiglio di amministrazione, quello di avere cura che amministratori e sindaci possano partecipare ad iniziative finalizzate a fornire loro « un'adeguata conoscenza del settore di attività in cui opera l'emittente, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione, dei principi di corretta gestione dei rischi nonché del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento »; la modalità e la tipologia di queste iniziative, peraltro, dovrà essere riportata nella relazione sul governo societario ai sensi dello stesso articolo.

⁽⁸¹⁾ LONDON STOCK EXCHANGE GROUP, *Revealing the Full Picture* (nt. 43).

⁽⁸²⁾ D'altronde lo stesso d.lgs. n. 254/2016 richiama la Comunicazione della Commissione Europea n. 2017/C 215/01: v. art. 3, comma 5.

⁽⁸³⁾ Per riprendere l'espressione di G. MOLLO (nt. 78).

gano amministrativo, un'attestazione di conformità rispetto alla metodologia di rendicontazione adottata e dichiarata dall'emittente e di rispetto del principio di indipendenza; in alternativa il revisore potrebbe esprimere dei rilievi oppure rilasciare un'attestazione negativa o dichiarare l'impossibilità di esprimere un'attestazione, in questi casi illustrando analiticamente i motivi della decisione ⁽⁸⁴⁾. Inoltre il revisore incaricato dovrà indicare, in un'apposita sezione della relazione di revisione sul bilancio, l'avvenuta approvazione della dichiarazione non finanziaria da parte dell'organo amministrativo ⁽⁸⁵⁾. Non era l'intervento del revisore un obbligo discendente dalla Direttiva ma una scelta operata volontariamente dal legislatore italiano ⁽⁸⁶⁾: essa è da giudicarsi positivamente in quanto rende più affidabile la dichiarazione non finanziaria. I revisori — che potranno essere gli stessi già incaricati della revisione legale del bilancio oppure altri, comunque abilitati — dovranno dunque attestare che la dichiarazione sia stata approvata dal consiglio di amministrazione seguendo le procedure di *governance* comunicate, ed inoltre che i principi, la metodologia, i sistemi, i processi e le procedure utilizzate ai fini della preparazione della dichiarazione siano adeguati. A questo proposito il documento Consob spiega che, in teoria, secondo il principio ISAE 3000, l'attestazione dei revisori potrebbe essere di due tipi ossia prevedendo la c.d. *reasonable assurance* oppure la c.d. *limited assurance* ⁽⁸⁷⁾. In generale in Italia le società che pubblicano il bilancio di sostenibilità fanno riferimento alla *limited assurance*. Per quanto riguarda la dichiarazione non finanziaria, al momento, la Consob ha preferito demandare agli operatori la libertà di scegliere tra i due approcci o anche di prevedere un sistema misto tra i due, differenziando a seconda delle informazioni: la scelta è stata motivata dalla novità della disciplina che avrebbe comportato per molte società un onere eccessivo se si fosse imposta la *reasonable assurance*,

⁽⁸⁴⁾ Art. 5 Regolamento Consob n. 20267/2018 per il contenuto completo della relazione del revisore incaricato.

⁽⁸⁵⁾ Art. 4 Regolamento Consob n. 20267/2018.

⁽⁸⁶⁾ Solo Francia e Italia, nel recepire la Direttiva, hanno previsto l'obbligo di intervento di un revisore esterno che rilasci una relazione del contenuto menzionato: v. *Article R. 225-105-2.-I, Ordonnance n° 2017-1180 du 19 juillet 2017 e Decret n° 2017-1265 du 9 août 2017*.

⁽⁸⁷⁾ CONSOb, *Documento di consultazione*, 21 luglio 2017, p. 21 s. La differenza è che, nel caso di *reasonable assurance*, l'attestazione contiene un giudizio secondo cui, *in tutti* gli aspetti significativi, l'informativa è stata redatta in conformità allo *standard* di rendicontazione di riferimento — ciò che presuppone il più alto livello di estensione nell'attività di verifica e perciò il rischio di errore è basso; nella *limited assurance* l'attestazione non è un giudizio e si basa su un esame limitato — ciò che presuppone un livello di estensione dell'attività di verifica inferiore con un margine di rischio di errore più elevato di livello accettabile. In quest'ultimo caso il revisore dovrà rappresentare che, sulla base del lavoro svolto e quindi limitatamente agli aspetti considerati, non sono pervenuti elementi che possano far ritenere che l'informativa non sia stata redatta in conformità allo *standard* di rendicontazione di riferimento; ciò perché il revisore non può avere la sicurezza di essere venuto a conoscenza di tutti i fatti e le circostanze significative.

e quindi la predisposizione di adeguati sistemi di raccolta dati e procedure di controllo. Peraltro il Regolamento Consob ha preferito non fare riferimento esclusivo al principio ISAE 3000 in quanto, pur essendo esso il punto di riferimento per i revisori (applicabile a tutte le attività di asseverazione), potrebbe in futuro non essere l'unico, in considerazione della possibile evoluzione del mercato internazionale con riferimento alle informazioni non finanziarie⁽⁸⁸⁾.

Infine il controllo sulla disciplina è attribuito alla Consob che potrà irrogare le sanzioni amministrative, previste dall'art. 8 del d.lgs. n. 254/2016 in caso di mancata pubblicazione della dichiarazione non finanziaria, agli amministratori — oltre che ai membri dell'organo di controllo per avere omesso di riferire in assemblea che la dichiarazione non è conforme a legge. In aggiunta, potranno essere irrogate le sanzioni, previste dallo stesso articolo, sia nel caso di redazione non in conformità con la disciplina che (in misura più elevata) in caso di informazioni non rispondenti al vero o di omissioni. Anche nei confronti dei revisori, per omessa verifica dell'avvenuta predisposizione della dichiarazione, la Consob può impartire le sanzioni previste nella stessa disposizione. La Consob è dunque l'autorità competente per irrogare le sanzioni descritte e, in aggiunta, ha il potere informativo di chiedere eventuali integrazioni. Il controllo Consob avverrà su base campionaria, selezionando i soggetti, utilizzando un sistema misto basato sul rischio e, nello stesso tempo, sulla casualità o rotazione al fine di verificare il maggior numero di emittenti⁽⁸⁹⁾.

6. La relazione sulla gestione — o l'eventuale rapporto in cui si decidesse di inserire la dichiarazione non finanziaria — andrà poi presentata in assemblea per informare i soci, e pubblicata per il mercato, seguendo la stessa disciplina prevista per la relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari. La legge cioè non richiede il voto assembleare. Potrebbe tuttavia il consiglio di amministrazione decidere, autonomamente, di presentare la dichiarazione non finanziaria, ovunque contenuta, in assemblea e chiederne il voto? Non essendo prevista da una disposizione di legge un'espressa competenza dell'assemblea dei soci in materia, la delibera avrebbe natura non vincolante. Purtuttavia la decisione degli amministratori di sottoporre la dichiarazione non finanziaria al voto consultivo dell'assemblea potrebbe essere motivata dalla finalità di renderne il contenuto più condiviso e conosciuto: è naturale che, se i soci devono votare per approvare o non approvare tale documento, essi siano incoraggiati maggiormente a prendere visione di questa informativa. Potrebbe dunque dirsi che la decisione di sottoporre la

⁽⁸⁸⁾ Cfr. art. 5 comma 1, lett. g) e comma 2 Regolamento Consob n. 20267/2018.

⁽⁸⁹⁾ Art. 6 Regolamento Consob n. 20267/2018. Cfr. inoltre CONSOB, Documento di consultazione (nt. 87), 18 s.; ciò in conformità alle *ESMA Guidelines on Enforcement of Financial Information*.

dichiarazione non finanziaria al voto assembleare potrebbe essere motivata da finalità reputazionali, nel senso che la richiesta di un tale voto mostrebbe una particolare sensibilità della società nei confronti di queste tematiche tanto da coinvolgere, per una maggiore condivisione, gli azionisti chiedendo loro di esprimersi.

La questione si ricollega alla problematica più generale del rapporto tra assemblea e consiglio di amministrazione con riferimento ad atti che possano dirsi rientrare nella gestione: la dichiarazione non finanziaria, riguardando informazioni circa le conseguenze sull'attività operativa della società da parte di fattori c.d. non finanziari, ha un contenuto di natura gestoria, sia che venga inserita nella relazione sulla gestione, sia che venga inserita in altra relazione. La riforma del diritto societario, introducendo gli artt. 2380-bis e 2364 comma 1, n. 5 c.c., ha previsto l'esclusività della gestione in capo al consiglio di amministrazione, principio che molti autori hanno considerato inderogabile, escludendo pertanto la possibilità per gli amministratori di sottoporre all'esame assembleare decisioni attinenti alla gestione dell'impresa; questa interpretazione trova il suo argomento principale nella Relazione di accompagnamento alla riforma secondo cui espressamente: « gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea operazioni attinenti alla gestione sociale »⁽⁹⁰⁾. Qualche autore tuttavia, in generale, ha sostenuto invece che non sarebbe vietato agli amministratori richiedere all'assemblea pareri in materia gestoria, trattandosi di delibere non vincolanti, nonostante il testo della Relazione, affermando quindi che il principio di esclusività della gestione non sarebbe una norma imperativa ma suscettibile di deroga statutaria⁽⁹¹⁾.

⁽⁹⁰⁾ Cfr. Relazione illustrativa allo Schema di decreto legislativo recante “Riforma organica della disciplina delle società di capitali e delle società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366”, par. 5. Cfr. F., GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt.dir.comm. e dir. pub. ec.*, diretto da F. Galgano, Padova, 2006, vol. XXIX t. 1, 209 s., 340 s.; P. MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 199 s.; M. SANDULLI, *Art. 2380-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 2003, 395, 398 s.

⁽⁹¹⁾ Cfr.: P. ABBADESSA, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Il nuovo diritto delle società di capitale e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno - A. Sciarrone Alibrandi, Milano, 2004, 45 s.; S. CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il “sovrano” ha veramente abdicato?*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2009, II, 136 s., 146 s. il quale evidenzia che non ai soli amministratori compete la gestione dell'impresa e che la riforma ha attenuato la rigidità nella ripartizione convenzionale di competenze tra assemblea e amministratori optando per un sistema di « vasi comunicanti bidirezionali a intensità diseguale »; perciò non esisterebbe una struttura rigida « a compartimenti stagni » quanto a ripartizione delle competenze e quindi, in buona sostanza, l'art. 2380-bis c.c. sarebbe derogabile; M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *RDS*, 2014, 152 s. il quale conclude la sua analisi annoverando, senz'altro, il fenomeno assembleare consultivo nella categoria dell'atto deliberativo che concorre « a conferire forza legittimante al processo di formazione della volontà del consiglio di amministrazione »; G.A. RESCIO, *L'assemblea e le de-*

Come argomentato in altra sede, la ripartizione delle competenze tra i due organi è da considerarsi imperativa sulla base delle disposizioni di legge; in particolare l'art. 2380-*bis* c.c. (per quanto opinabili siano le ragioni della scelta legislativa), nel prevedere l'esclusività della gestione è inderogabile ma esso si riferisce appunto alla competenza nel senso che, in assenza di una delibera dell'organo amministrativo su una determinata materia gestoria, questa non potrà considerarsi decisa⁽⁹²⁾. Diversamente tuttavia si deve argomentare circa la possibilità che l'assemblea si esprima attraverso delibere non vincolanti allorché gli amministratori — per previsione statutaria ma anche nel silenzio dello statuto — si rivolgano all'assemblea dei soci su una determinata questione. L'assemblea e l'organo amministrativo sono legati da un rapporto fiduciario che attribuisce alla prima il diritto di nominare e revocare i secondi e di controllarne l'operato (attraverso l'approvazione del bilancio e l'azione sociale di responsabilità) e, nello stesso tempo, ai secondi di osservare gli obblighi di diligenza della cui violazione sono responsabili *in primis* verso la società *ex art.* 2392, comma 1, c.c.: in virtù del rapporto fiduciario, esiste tra questi due organi un obbligo di cooperazione e collaborazione. Peraltro l'art. 2381, u.c., c.c. impone agli amministratori di agire in modo informato al fine di operare scelte di gestione nel più completo e corretto processo decisionale. Date queste premesse, non sarebbe coerente configurare un divieto per l'organo amministrativo di sentire l'assemblea — e cioè la collettività dei soci — chiedendo ad essa un parere, anche qualora lo statuto non lo prevedesse, nel caso in cui l'organo lo reputasse opportuno per acquisire una maggiore conoscenza delle idee, del pensiero su queste tematiche generali, al fine di gestire la società al meglio e tenendo in considerazione la posizione degli azionisti su di esse. La delibera non sarebbe vincolante e gli amministratori resterebbero responsabili delle decisioni adottate nella piena discrezionalità. Lo statuto potrebbe dunque prevedere l'approvazione da parte dell'assemblea della dichiarazione non finanziaria con delibera non vincolante (non vincolante, non essendo questa — come detto — una competenza spettante all'assemblea per legge). In ogni caso, pur nel silenzio dello statuto, come detto, l'organo amministrativo ben potrebbe decidere di rivolgersi all'assemblea per un parere consultivo al fine di una gestione consapevole e attenta alla posizione o alle posizioni degli azionisti. D'altronde — ragionando *a contrario* — quale sarebbe la sanzione

cisioni dei soci, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di S. Rossi, Milano, 2003, 96; F. PASQUARIELLO, Sub 2364-2366, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 446; F. TASSINARI, Sub art. 2364, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2010, II.1, 465.

⁽⁹²⁾ Per un approfondimento del tema ed una completa bibliografia sia consentito il rinvio a S. BRUNO, *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, Padova, 2012, 77 s.

ipotizzando appunto che l'assemblea si pronunci sulla dichiarazione non finanziaria? L'unica sanzione potrebbe essere l'inefficacia della delibera stessa; ma — si è detto — la delibera non è vincolante e quindi non produce comunque effetti propriamente giuridici; l'unico effetto che essa è destinato a produrre è di natura reputazionale. Al fine di adempiere al meglio all'obbligo di diligenza nella gestione, gli amministratori potrebbero pertanto considerare opportuno sentire i soci, riuniti in assemblea, nell'interesse dei quali la società viene amministrata, ferma restando la responsabilità esclusiva degli amministratori per le scelte effettuate. Sulla base di quale principio potrebbe negarsi al consiglio di amministrazione di chiedere all'assemblea di pronunciarsi su questioni di così ampia e generale portata, consentendo agli stessi di mostrare il consenso o eventualmente il dissenso rispetto alle politiche che la società intende adottare su tali tematiche e comunque attirando su di esse la loro attenzione? Argomentare che il divieto discenderebbe dall'art. 2380-*bis* c.c. non sarebbe corretto sia perché la disposizione riguarda la ripartizione delle competenze — che non verrebbe intaccata da una decisione del genere —, sia alla luce del rapporto fiduciario che lega i due organi ⁽⁹⁵⁾. Il consiglio di amministrazione potrebbe pertanto, anche nel silenzio dello statuto, autonomamente decidere di farlo. Non è una questione attinente alla gestione ordinaria ma si tratta di definire quali dovranno essere le politiche della società relativamente a tematiche di portata generale. Pe-

⁽⁹⁵⁾ Si consideri che nell'ordinamento statunitense il fondamento giuridico della validità delle c.d. *precatory resolutions* e della disciplina introdotta dalla SEC nella *Rule 14a-8* è stato, storicamente, il diritto di espressione costituzionalmente garantito così come sancito nel caso *Auer vs. Dressel*, 306 N.Y. 427; 118 N.E. 2d 590 (N.Y. 1954). Per un approfondimento, cfr. EA., 218 s. cui si rinvia per riff. bibliografici. Peraltro, ultimamente, la maggior parte di richieste di convocazione assembleare o integrazione dell'ordine del giorno da parte degli investitori istituzionali, *ex Rule 14a-8*, riguarda proprio i c.d. fattori *ESG* a testimonianza del notevole interesse su queste materie da parte degli azionisti. Il numero di tali richieste è, negli ultimi due anni, aumentato enormemente negli Stati Uniti così come sono aumentati i voti a favore di esse: ad es. sono state presentate proposte su maggiore equità di genere nella remunerazione (nella società eBay), di diversità nel consiglio di amministrazione (nelle società Joy Global e FleetCor Technologies), di adozione di politiche contro le discriminazioni per orientamenti sessuali o di genere verso i dipendenti (nella società J.B. Hunt Transport Services, Inc.), di trasparenza sugli obiettivi di sostenibilità (nella società Clarcor), sulle emissioni di metano (nella società WPX), e sulle donazioni politiche (nella società Flour e Ni Source). In tutte queste società la delibera è stata approvata dalla maggioranza degli azionisti. Interessante è stato poi il caso di ExxonMobil in cui, per due anni di seguito, è stata presentata la richiesta di prevedere la nomina di un esperto in *climate change* nel consiglio di amministrazione ma, solo nel 2017, la proposta è stata approvata a maggioranza (avendo invece ricevuto il consenso solo di circa il 20% di azionisti nel 2015 e 2016). Altre richieste (circa novanta nel 2016) hanno riguardato questioni ambientali ma hanno ricevuto voto favorevole solo da circa il 20% degli azionisti, percentuale che comunque è la più alta storicamente; tra queste, le proposte aventi ad oggetto la pubblicazione di un rapporto di sostenibilità hanno raggiunto la percentuale più elevata, quasi pari al 30%. Per un approfondimento, cfr. J. ROBERT BROWN, JR., *Corporate Governance, Shareholder Proposals, and Engagement Between Managers and Owners*, in 94 *Denver Law Review* 2017, 15 s.

raltro l'opinione dei soci su questi punti è vieppiù rilevante se consideriamo che potrebbe trattarsi di decisioni che potrebbero comportare un sacrificio immediato dei loro interessi nel breve termine, in vista di vantaggi che potrebbero realizzarsi nel medio-lungo periodo, e comunque di scelte gestorie da cui potrebbe risultare un confronto o un conflitto tra i loro interessi e quelli di cui sono portatori i vari *stakeholders* ⁽⁹⁴⁾.

7. Secondo la nuova disciplina, l'obbligo di trasparenza sulle c.d. informazioni non finanziarie risponde — come spiegato — alla finalità di identificare i rischi che potrebbero derivare da una mancata considerazione dei fattori sociali ed ambientali. Da questo punto di vista la qualificazione di questa informativa come “non” finanziaria non sembra essere corretta: la trasparenza è funzionale alla mitigazione dei rischi e quindi delle perdite che gli emittenti potrebbero subire e che, a sua volta, conduce ad un corretto calcolo del valore attuale del patrimonio sociale. Probabilmente l'espressione è frutto di un errore di traduzione perché in inglese *non financial information* significa che le informazioni non sono contenute nel bilancio: sarebbe stato più corretto tradurre “non contabili”. Senza queste informazioni, in ogni caso, il mercato potrebbe stimare in maniera non corretta gli emittenti. La trasparenza, finalizzata ai rischi, pertanto produce conseguenze sulla gestione: la considerazione di questi fattori può dirsi rientrare tra gli obblighi degli amministratori *ex art. 2381, comma 3 c.c.*, al fine di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società in quanto ciò include il monitoraggio dei rischi ⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹⁴⁾ Trattando, in generale, delle delibere consultive, scrive M. MAUGERI (nt. 91), 56 s. che, sotto il profilo endosocietario, esse servono ad attivare uno scambio di informazioni con gli amministratori segnalando loro le preferenze circa gli « obiettivi da realizzare, soprattutto in ordine a operazioni o a strategie che potrebbero implicare il rischio di una deviazione dall'interesse sociale » funzione che « si rivelerebbe tanto più incisiva ove si attestasse l'esistenza di una correlazione positiva tra il potere di “voice” degli azionisti e il valore di mercato delle azioni ». Inoltre, scrivendo, in generale, sul tema della responsabilità sociale di impresa (e quindi prima che la disciplina in oggetto fosse introdotta) è stato detto che gli amministratori possono adottare decisioni volte a soddisfare interessi degli *stakeholders* esterni (tema su cui si tornerà, *infra sub par. 7*) quando — *inter alia* — « siano i soci stessi in sede statutaria o assembleare ad autorizzare determinate linee di condotta o queste derivino dall'adesione, che richiederebbe, a mio avviso, anche in questo caso, un consenso assembleare, a codici di comportamento »: cfr. v. CALANDRA BUONAURA (nt. 17), 531 ove riff. a dottrina conforme. Perciò, quale migliore occasione di coinvolgere i soci se non questa, offerta dal legislatore, con la previsione della dichiarazione c.d. non finanziaria? Mi risulta peraltro che quanto meno una società italiana abbia, in passato, chiesto il voto dell'assemblea sul rapporto di sostenibilità, la s.p.a. A2A.

⁽⁹⁵⁾ Come spiegato da M. IRRERA, *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati, in Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, Commentario diretto da G. Cottino - G. Bonfante - O. Cagnasso - P. Montalenti, Torino, 2009, 557: « L'obbligo degli assetti adeguati manifesta l'emersione sul piano giuridico di acquisizioni consolidate nelle scienze aziendalistiche » e, tra i tasselli di cui si compone l'organizzazione aziendale, rientra appunto il *risk management*. Inoltre si veda il Principio 1.C.1, lett. b) e c) del

Ma la trasparenza sulle c.d. informazioni non finanziarie è nello stesso tempo strumentale all'identificazione delle opportunità che, dalla considerazione e valorizzazione di questi fattori, possono derivare alle società, ciò che può indurre un aumento della loro profittabilità; perciò neanche da questo punto di vista la loro qualificazione come non finanziarie è corretta. Inoltre pure la trasparenza sulle opportunità, legate al perseguimento di politiche che tengano conto dei fattori individuati dalla nuova disciplina, non è fine a sé stessa ma produce conseguenze sulla gestione in quanto nell'elaborazione dei piani strategici, industriali e finanziari, cui fa riferimento lo stesso art. 2381, comma 3 c.c., bisogna tenere conto di esse. Tutto sommato perciò la trasparenza su questi fattori c.d. *ESG* si riflette direttamente sugli obblighi degli amministratori, sia per quanto riguarda la gestione dei rischi che la pianificazione strategica ed in entrambi in casi, può ritenersi, che delle materie individuate dalla recente normativa bisogna che l'organo amministrativo tenga conto per considerazioni di « pura e semplice efficienza produttiva »⁽⁹⁶⁾.

Al contempo — come si diceva in apertura — emerge tuttavia l'altra finalità della disciplina: rilegittimare moralmente la grande impresa agli occhi dei consumatori e ricostruire la fiducia verso un modello di capitalismo che sembra produrre troppe iniquità⁽⁹⁷⁾. La trasparenza sui c.d. fattori *ESG* è dunque sia una tema tecnico — con riflessi sulla gestione — che politico⁽⁹⁸⁾.

Codice di Autodisciplina (nt. 79) che include, tra i compiti del consiglio di amministrazione, la valutazione di « tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo » e che, con riferimento alla valutazione dell'adeguatezza, espressamente comprende anche il riferimento al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Cfr. inoltre C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Bologna-Roma, 2016, 1003 s.; G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini - C. Di Noia, Milano, 2010, 49 s.; M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società: liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 728 s.

⁽⁹⁶⁾ Così scrive, in generale, a proposito della *corporate social responsibility* M. LIBERTINI (nt. 5), 22.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. S. WHEELER, *Corporations & the Third Way*, Oxford/Portland, 2002, *passim*, in particolare 14 s., 53 s.; l'Autrice scrive: « My argument is that the consequence of the failure of both Anglo-American capitalism and network capitalism to deliver stability and security is the birth of a different kind of capitalism. This is a new model and within this new model there are social expectations that corporations will undertake a quest for re-legitimation based upon responsible profit-taking and an acknowledgment that their responsibilities extend beyond those with whom they enjoy a proprietary relationship »; ed inoltre « Thus what is needed is an ethical underpinning to corporate activity which on the one hand recognises the need for profit-making as a essential to a redistribution capacity but on the other integrates the corporation into a larger goal structure. Corporations need a new cultural persona...which sees their involvement in social programmes in the wider society not as driven by the need for profit with ad hoc useful outcomes but as an activity in its own right ». Ed inoltre il Manifesto economico "Toward

Avendo chiarito ciò bisogna perciò domandarsi se sia possibile ricostruire da quest'obbligo di trasparenza e di considerazione dei rischi e delle opportunità derivanti dai fattori sociali, ambientali e di *governance* pure un conseguente obbligo degli amministratori di gestire la società nell'interesse degli *stakeholders* identificati dalla disciplina.

Il codice civile italiano, nella definizione degli obblighi di gestione degli amministratori, non contempla espressamente *stakeholders* che non siano la società (intesa come collettività di azionisti) o i creditori sociali (v. artt. 2392 e 2394 c.c.)⁽⁹⁹⁾. Tanto che la previsione di un obbligo di considerare, nell'amministrazione della società, interessi diversi da quelli menzionati potrebbe reputarsi addirittura in contrasto con le disposizioni codicistiche in caso di interessi non convergenti. Il dibattito, che risale alla ricostruzione dell'interesse della società, è noto ed è stato egregiamente sintetizzato con la conclusione secondo cui nella società per azioni di diritto italiano agli amministratori non è precluso perseguire l'interesse dei vari *stakeholders*, né porre attenzione allo svolgimento dell'attività economica secondo una logica di sviluppo eticamente e socialmente sostenibile purché ciò non disattenda le aspettative dei soci ad una remunerazione del loro investimento, quanto meno nel lungo termine o considerando vantaggi di natura reputazionale⁽¹⁰⁰⁾. Con riferimento al rispetto di interessi di particolare rilevanza etica e sociale è stato detto inoltre, in generale, che compete agli ammini-

a Better Capitalism”, lanciato di recente a Davos da Henry Blodget ed altri, 26 Gennaio 2018, in <http://www.businessinsider.com/davos-indra-nooyi-mark-weinberger-better-capitalism-2018-1?IR=T>. In economia il tema è stato trattato ampiamente da T. PİKETTY, *Le Capital au XXIe siècle*, 2013, Paris, *passim*, pietra miliare sulla disegualianza, caratteristica — non un incidente — del capitalismo.

⁽⁹⁸⁾ Per riprendere il tema trattato da D. MONCIARDINI - J. DUMAY - L. BIONDI (nt. 7), 5 s.

⁽⁹⁹⁾ È stato affermato che « la mancanza di una definizione normativa generale dei doveri degli amministratori e dell'interesse che essi sono tenuti a perseguire (...) viene prevalentemente interpretata come un implicito riconoscimento che gli amministratori sono tenuti a perseguire l'interesse dei soci e che tale interesse sia qualificato dallo scopo lucrativo o mutualistico per il quale la società è stata costituita »: cfr. V. CALANDRA BUONAURA (nt. 17), 530 s. Con riferimento ai creditori sociali, in sintesi, è controverso in dottrina se l'obbligo di mantenere integro il patrimonio sociale, di cui all'art. 2394 c.c., debba essere adempiuto dagli amministratori direttamente nei confronti dei creditori sociali — implicando ciò l'obbligo di considerare anche gli interessi di questi nell'amministrazione della società — oppure incidentalmente nei loro confronti — se si reputa che i contenuti degli obblighi di cui agli artt. 2394 e 2392 c.c. coincidano e che quindi gli amministratori siano obbligati a perseguire, in ogni caso, l'interesse della società.: cfr. per un approfondimento ed una ricostruzione della dottrina sul punto S. BRUNO, *Personal Liability of Corporate Directors Under English Common Law and Italian Civil Law*, in 2 *U.C. Davis Journal of International Law & Policy* 1996, 55 s.

⁽¹⁰⁰⁾ Ben sintetizzano la tematica, con ampia bibliografia: V. CALANDRA BUONAURA (nt. 17), 531, 534; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv.dir.comm.*, 2017, 243 s. Cfr., per tutti, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, I, diretto da P. Schlesinger, Milano, 2012, 90 s. (anche per ampia bibliografia sugli ordinamenti americano e tedesco). Imprescindibili testi storici sul tema, nel nostro ordinamento, sono: T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse co-*

stratori « la funzione di individuare in concreto un equilibrio fra la finalità di massimizzare il profitto e altri interessi coinvolti dall'attività imprenditoriale della società »; in tal guisa gli amministratori creano una identità della società per azioni valorizzandone il ruolo « quale attore etico-sociale » fermo restando che gli stessi devono preventivamente definire « il tipo di equilibrio sulla cui base intendono perseguire l'efficienza dell'impresa » — intesa come sopravvivenza della stessa — nell'ambito della loro discrezionalità; ma ciò non vale a creare una pretesa giuridicamente azionabile dai terzi ⁽¹⁰¹⁾.

Questa prospettiva non viene modificata, a mio avviso, dalla nuova normativa. L'obbligo di considerare gli interessi degli *stakeholders* deve — per come è impostato il codice civile italiano — intendersi limitato a ciò che possa avere un impatto sulla remunerazione dell'investimento degli azionisti. Le ragioni della trasparenza sono l'identificazione e gestione del rischio e l'incremento della fiducia da parte del mercato e dei consumatori: le società a rilevanza pubblica — destinatarie della normativa — devono essere gestite nell'ottica di massimizzare i profitti secondo una logica di *shareholder value*. Il perseguimento degli interessi dei vari *stakeholders* individuati nella disciplina, che può comportare nuovi investimenti e quindi nuovi costi, deve essere finalizzato a rendere la società più appetibile agli occhi del mercato e degli investitori. Pertanto la considerazione, nelle politiche e nella strategia adottate dalle società, di questi interessi diversi — considerazione che come detto in apertura non è obbligatoria perché le società possono giustificare l'assenza di politiche sulle varie tematiche — è consentita, seguendo l'impostazione del nostro codice civile, solo ove essa sia strumentale al perseguimento dell'interesse della società — che corrisponde alla massimizzazione dei profitti — e all'attrazione di investitori. Non solo non è ricostruibile un obbligo degli amministratori di tenere conto dei fattori enucleati dalla nuova disciplina nella gestione della società ma addirittura gli

mune dei soci, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 151 s.; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, *passim*; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in questa *Rivista*, 1958, 725 s.

⁽¹⁰¹⁾ Cfr. C. ANGELICI (nt. 100), 436 s.; ID., *Note minime in tema di interesse sociale*, *Banca borsa*, 2014, 261 s. L'A., tuttavia, affida agli amministratori la possibilità, nell'ambito dell'esercizio della discrezionalità, di predefinire l'equilibrio di interessi come se non ci fosse una gerarchia già ricostruibile. Il punto è stato ripreso più di recente, proprio con riferimento alla CSR e alla Direttiva 2014/95/UE in ID., *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in questa *Rivista*, 2018, 15. Osserva però G.B. PORTALE, *La società per azioni. Principi e problemi* (Scintillae iuris), in *Banca borsa*, 2014, 144 s. che, pur avendo gli amministratori la funzione di individuare un equilibrio tra la pluralità di interessi per raggiungere l'efficienza (secondo la ricostruzione di C. ANGELICI (nt. 100) 436 s. « è molto controverso se effettivamente non debba sussistere una gerarchia, in testa alla quale porre l'interesse degli azionisti » e cita gli ordinamenti tedesco, austriaco e francese (cui può aggiungersi il diritto inglese come spiegato nel testo) che prevedono tale gerarchia. Cfr. inoltre U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in questa *Rivista*, 2018, 27 s. secondo il quale la disciplina sulle informazioni non finanziarie « non muta gli "interessi" che gli amministratori di una s.p.a. debbono perseguire ».

amministratori possono tenere in considerazione questi interessi solo se di ciò possa ricevere vantaggio la società, quanto meno in termini di reputazione sul mercato.

Se questa è la conclusione della ricostruzione degli obblighi di gestione degli amministratori, la disciplina della dichiarazione non finanziaria non è in contrasto con l'art. 2392 c.c.

Tuttavia la previsione di una disposizione, nel nostro codice civile, dal contenuto simile alla Sez. 172, prevista nel Regno Unito con il *Companies Act 2006*, sarebbe più appropriata e moderna, più coerente con la normativa di recente introduzione, più attenta alla prassi seguita dalle maggiori società italiane che da anni pubblicano rapporti di sostenibilità o bilanci in forma integrata per comunicare al mercato le politiche che vengono, da tempo, perseguite a favore dei vari *stakeholders* ⁽¹⁰²⁾. Peraltro il codice di autodisciplina italiano prevede: sia l'obbligo di creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine, che la definizione della parte variabile della remunerazione legata ad obiettivi di lungo termine, che, dal 2015, la raccomandazione di creare un comitato interno *ad hoc* competente sulle tematiche della sostenibilità o comunque di attribuire queste competenze ad altro comitato già costituito ⁽¹⁰³⁾. La disciplina sugli obblighi degli amministratori del *Companies Act 2006* è sapientemente scritta perché gradua la posizione degli *stakeholders* attribuendo il primato agli azionisti — gli unici soggetti legittimati ad agire in giudizio, ex Sez. 170 CA 2006, per la violazione della Sez. 172 CA 2006 — e così risolve i problemi di un eventuale conflitto degli interessi coinvolti pur lasciando all'organo amministrativo il compito di trovare il corretto equilibrio ⁽¹⁰⁴⁾. Ben illustra tale gerarchia di interessi uno

⁽¹⁰²⁾ Si veda l'indagine realizzata a proposito delle 40 più importanti società quotate sulla Borsa italiana sul perseguimento delle politiche di sostenibilità, sia attraverso la pubblicazione di Rapporti annuali che attraverso l'inserimento di obiettivi sociali e ambientali nella quantificazione della parte variabile della remunerazione degli amministratori: F. CHIESA, *La sostenibilità conta per la busta paga? Ecco chi paga i manager (anche) per gli obiettivi sociali e ambientali*, in *Corriere della Sera. Buone notizie*, 23 gennaio 2018, 1.

⁽¹⁰³⁾ Cfr. Art. 1.P.2.; 1.C.1. lett. b), e commento *sub*) Art. 4.C.2 del Codice di autodisciplina (nt.79). Nel periodo 2013-2016, più della metà delle società quotate sul FTSE Mib ha modificato la propria struttura di *governance* per includere alcuni temi legati alla sostenibilità: COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 2017, 62 s. (ove dati).

⁽¹⁰⁴⁾ La disciplina del *Companies Act 2006* sul tema consiste nella sez. 170, disposizione di apertura, secondo cui tutti gli obblighi previsti nel Capo sono dovuti dagli amministratori nei confronti della società (e quindi solo la società ha la legittimazione ad agire) e nella sez. 172 che elenca gli obblighi e cioè: « to act in the way [they] consider, in good faith, would be the most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regards (amongst other matters) to: (a) the likely consequences of any decision in the long term; (b) the interests of the company's employees; (c) the need to foster the company's business relationship with suppliers, customers and others; (d) the impact of the company's operations on the community and the environment; (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act

dei pochissimi casi che ha applicato la disciplina, anche se la pronuncia è stata un *obiter dictum*: *The Queen on the application of People and Planet v. HM Treasury* ⁽¹⁰⁵⁾. La più importante associazione studentesca britannica, *People and Planet*, attiva nella lotta contro la povertà, nella difesa dei diritti umani e dell'ambiente, citava in giudizio il Tesoro britannico all'epoca azionista al 70%, tramite il veicolo *UK Financial Investment Ltd.*, di *Royal Bank of Scotland* perché il Tesoro, in qualità di azionista, consentiva che la Banca fosse gestita secondo un approccio commerciale mentre avrebbe dovuto chiedere agli amministratori di adottare politiche di finanziamento che tenessero conto che le imprese finanziate non adottassero comportamenti nocivi dell'ambiente (facendo riferimento all'emissione di CO₂) e fossero rispettose dei diritti umani ⁽¹⁰⁶⁾. La *High Court of Justice* respinse la domanda decidendo che « the proper way in which social and environmental considerations may be taken into account by the directors of Royal Bank of Scotland [are] in the context of the duties of those directors under section 172 »; il Tesoro non avrebbe dovuto chiedere agli amministratori della Banca di perseguire politiche a favore dell'ambiente e dei diritti umani perché ciò sarebbe stato in contrasto con gli obblighi di cui alla Sez. 172 CA 2006 e avrebbe potuto dare luogo ad azioni di risarcimento danni da parte degli azionisti di minoranza se il valore delle azioni fosse diminuito. La gestione spetta agli amministratori; l'azionista avrebbe potuto cercare di influenzare il consiglio di amministrazione affinché avesse riguardo dell'ambiente e dei diritti umani ma in conformità con la sez. 172 CA 2006 e cioè nella misura in cui ciò avrebbe potuto aumentare il valore delle azioni. Questo caso esemplifica che gli interessi degli *stakeholders* possono essere perseguiti dagli amministratori se ciò è strumentale all'interesse della società, inteso come valore delle azioni; esiste una gerarchia, espressamente individuata dal *Companies Act*, tra lo *shareholder value* e le posizioni degli *stakeholders*. In ogni caso l'interesse è inteso in senso ampio e comprende anche la reputazione o le conseguenze di natura regolatoria che potrebbero derivare alla società. Al contrario, se gli amministratori perseguono interessi che possono danneggiare il valore delle azioni, questa condotta sarebbe in contrasto con la sez. 172 CA 2006 e gli amministratori potrebbero essere

fairly as between members of the company ». Per un approfondimento, cfr. S. BRUNO, *The 'Enlightened Shareholder' Value in UK Companies Ten Years Later: What the European Directive N.2014/95/EC Can Do*, in *Le droit comparé des affaires au XXI^e siècle. Mèlanges à la mémoire de Claude Ducouloux-Favard*, Bruxelles, 2017, 315, *passim*.

⁽¹⁰⁵⁾ [2009] EWHC 3020.

⁽¹⁰⁶⁾ Per un approfondimento e bibliografia, cfr. S. BRUNO, *The 'Enlightened Shareholder' Value* (nt. 104), 319 s.

citati per i danni subiti dagli azionisti destinatari dell'obbligo primario di perseguire il successo della società ⁽¹⁰⁷⁾.

8. L'introduzione della disciplina in materia di informativa c.d. non-finanziaria ha dato finalmente un riconoscimento di diritto positivo alle tematiche della responsabilità sociale di impresa adottando come scelta di politica legislativa, non l'imposizione di un obbligo di gestione della società nell'interesse degli *stakeholders* esterni, ma di trasparenza.

La selezione delle informazioni da pubblicare spetta al consiglio di amministrazione delle società destinatarie dell'obbligo; il criterio fondamentale da adoperare nella scelta è il rischio che da questi fattori può derivare all'attività d'impresa. Il decreto italiano di recepimento della Direttiva n. 95/2014 eleva lo standard di diligenza, di cui all'art. 2392 c.c., includendo anche la professionalità. Pertanto, al fine di adempiere l'obbligo di corretta trasparenza, soddisfacendo questo più elevato criterio, il consiglio di amministrazione dovrà — quanto meno — seguire la Comunicazione della Commissione N. 2017/C 215/01 e gli altri documenti elaborati da organismi internazionali (e citati *supra sub* par. 3. e 3.1.) che esemplificano le informazioni con riferimento ai vari settori industriali e ne esplicitano i criteri di rappresentazione — stante la scelta del legislatore comunitario di non standardizzare, al momento, le informazioni, né di procedere ad una loro tassonomia. Inoltre il consiglio di amministrazione ha il compito di prevedere dei processi di coinvolgimento degli *stakeholders* per identificare le informazioni rilevanti e deve predisporre un'adeguata procedura di *governance* — per effettuare la valutazione della rilevanza delle informazioni, nonché la loro accuratezza — coinvolgendo tutte le funzioni manageriali interessate (bilancio, controllo interno, *risk management*, sostenibilità etc.); fondamentale è il ruolo del comitato sostenibilità (ove previsto) che — anche con il coinvolgimento del comitato controllo e rischi — dovrà elaborare l'istruttoria da presentare al consiglio di amministrazione per l'approvazione della dichiarazione non-finanziaria. Dall'obbligo di trasparenza discende, conseguentemente, l'obbligo di tenere conto di questi fattori sia per quanto riguarda l'identificazione e la gestione dei rischi che l'elaborazione

⁽¹⁰⁷⁾ IBIDEM. Con riferimento alle banche, in generale, è stato detto da R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, *Banca borsa*, 2011, 169, 176 che la responsabilità sociale delle banche con scopo lucrativo può essere colta « non come scopo del soggetto, ma come caratteristica dell'impresa, ossia dell'attività e dell'organizzazione dell'impresa » e che i soci possono e gli amministratori devono tutelare gli interessi degli *stakeholders* ogniqualvolta ciò sia utile per il perseguimento degli interessi lucrativi dei soci; gli amministratori verrebbero meno al loro dovere di diligenza se, trascurando gli interessi degli *stakeholders*, comprometterebbero la reputazione della banca e quindi gli interessi dei soci; in caso di conflitto prevale l'interesse dei soci su quello degli *stakeholders*; in definitiva, come ammette lo stesso A., la responsabilità sociale per le banche ha lo stesso riconoscimento di quello rinvenibile per le altre imprese.

delle opportunità da inserire nel piano strategico. Premesso che la considerazione dei rischi sicuramente rientra nell'ambito delle verifiche che gli amministratori devono condurre ai sensi dell'art. 2381 c.c., è sul piano delle opportunità che potrebbe evidenziarsi la possibilità di considerazione degli interessi degli *stakeholders* nella gestione della società. In ogni caso ciò non contrasta con le disposizioni del codice civile italiano che prevedono l'obbligo degli amministratori di gestire la società nell'interesse precipuo degli azionisti in quanto la disciplina di recente introduzione appunto non impone — come detto — un obbligo di considerare gli interessi degli *stakeholders* laddove essi contrastino con la posizione degli azionisti. L'occasione del nuovo intervento normativo, tuttavia, dovrebbe essere colta per giungere ad una modifica delle disposizioni del codice civile, in materia di obblighi degli amministratori, che si ispiri alla formulazione introdotta con la Sez. 172 del *Companies Act* 2006 in Gran Bretagna. Quest'ultima, pur partendo dal primato degli interessi degli azionisti, risulta essere più moderna ed in linea con la condotta che le società per azioni, nei fatti, mostrano anche nel nostro paese, tenendo in considerazione gli interessi degli *stakeholders* esterni nelle decisioni assunte e non potendo prescindere da una visione di lungo periodo. C'è un'imbarazzante discrasia tra la gestione reale delle società quotate italiane, spinte dalle richieste del mercato internazionale, ed ora anche dalla Direttiva n. 95/2014, a considerare le posizioni degli *stakeholders* — di cui da quasi un decennio si dà conto nei rapporti di sostenibilità e nei codici etici — ed il testo del codice civile italiano ⁽¹⁰⁸⁾. La modifica del nostro codice civile, ammetto, avrebbe un significato politico più che tecnico-giuridico in quanto non produrrebbe conseguenze concrete sulle scelte gestorie, come spiegato. Ma essa potrebbe comunque segnalare un'attenzione del legislatore rispetto agli interessi degli *stakeholders* esterni e, con ciò, contribuire ad una rilegittimazione della s.p.a. e del modello di capitalismo da più parti avvertita come esigenza imprescindibile nei nostri tempi. Nonostante gli interventi introdotti con la riforma del diritto societario del 2003, l'art. 2392 c.c. risulta davvero — letto oggi — antiquato ed obsoleto soprattutto se confrontato con la sez. 172 CA 2006 (quasi contestuale) il cui inserimento pur se criticato, non a caso, era stato preceduto da un ampio ed approfondito dibattito, incentrato attorno alla politica c.d. della *Third Way*, circa il ruolo che la s.p.a. dovesse svolgere nella *modern society* ⁽¹⁰⁹⁾. Il *trend* è oramai

⁽¹⁰⁸⁾ Sui codici etici delle grandi imprese cfr. F. BENATTI, *L'evoluzione dei codici etici: dalla funzione promozionale alla valenza giuridica*, in *Banca borsa*, 2015, 241 s.

⁽¹⁰⁹⁾ Cfr., per un approfondimento, S. BRUNO, *Profili del diritto societario inglese alla luce della riforma*, in questa *Rivista*, 2004, 929 s. Come ivi ricostruito, la società per azioni veniva considerata la protagonista del c.d. nuovo « patriottismo civico » e la teoria della realtà della persona giuridica si imponeva a tal punto che le si attribuiva lo *status* di « individuo e attore responsabile » ed il fine ultimo, in termini aristotelici, di praticare le virtù come essere sociale, per raggiungere la felicità; per questa ragione, la considerazione delle varie parti sociali e

chiaro sul mercato. Come ha recentemente detto Joseph Stiglitz: « Milton Friedman — writing that CEOs are employees of the business’owners, and that their role is to make as much money for the owners as possibile while still respecting laws and “ethical custom” — was wrong. This approach does not lead to an efficient economy and that’s why it’s time for change. The real point here is I think we need more creativity of how we change our society more towards long-term thinking, which is the only way that we’re going to solve the deep problems of our society »⁽¹¹⁰⁾.

della comunità non veniva fatta discendere da obblighi di gestione perché doveva l’etica delle virtù — frutto di una scelta discrezionale della *company* — essere perseguita (IBIDEM per riff.). Cfr. inoltre G. ROSSI, *Capitalismo e diritti umani*, in questa *Rivista*, 2011, 15 il quale invitava i giudici di tutto il mondo a bloccare « la violenza, le iniquità e le ingiustizie delle degenerazioni del capitalismo ».

⁽¹¹⁰⁾ R. FELONI, *At Davos, Economists and Execs Say the Strategies that Led Major Corporations to World Domination in the Past Won’t Work Anymore*, in *Business Insider*, January 26, 2018, 1. Cfr. inoltre nt. 97. È interessante, infine, confrontare quanto scriveva M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali* (nt. 5), 30 s. qualche anno fa — mostrando perplessità circa prospettive *de iure condendo* che rafforzassero la responsabilità sociale d’impresa, comportando ciò « uno sforzo politico notevole », « una riforma del diritto dell’impresa capitalistica » e la costruzione di un’innovazione “giacobina” in quanto « attribuire importanza prioritaria al tema della CSR [realizzerebbe] un diversivo ideologico rispetto al tema centrale del deterioramento delle democrazie e degli apparati pubblici » — con la lettera, già citata, di L. FINK (nt. 17) il quale dice: « We see many governments failing to prepare for the future (...); as result society increasingly is turning to the private sector and asking that companies respond to broader societal challenges ». L’Unione Europea, viceversa, spinge verso un rafforzamento della responsabilità sociale d’impresa.