

Diletta Lenzi
(a cura di)

L'INFORMATIVA DI SOSTENIBILITÀ

Una introduzione per le piccole
e medie imprese

Diletta Lenzi
(a cura di)

L'INFORMATIVA DI SOSTENIBILITÀ

Una introduzione per le piccole
e medie imprese



Lefebvre Giuffrè

ISBN 9788828884767

*Il lavoro è stato realizzato nell'ambito del progetto PRIN 2022 Tackling social-and green-washing:
Is the current EU regulatory framework enough?, finanziato dall'Unione europea -
Next Generation EU (missione 4, componente 2, investimento 1.1 - CUP: D53D23007450006)*

© Copyright Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Milano - 2026
Via Monte Rosa, 91 - 20149 MILANO - www.lefebvrejuffre.it

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

INDICE SOMMARIO

<i>Introduzione</i> di DILETTA LENZI	v
<i>Elenco delle abbreviazioni</i>	xi

CAPITOLO 1

L'INFORMATIVA DI SOSTENIBILITÀ

di *Iunio Giraudo*

1. Considerazioni introduttive: il valore del <i>reporting</i> di sostenibilità	1
2. Gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità per le imprese	2
2.1. L'ambito di applicazione della disciplina	2
2.2. Le ragioni e gli obiettivi	4
2.3. Il metodo di rendicontazione: il principio della doppia rilevanza	6
2.4. Il contenuto e la collocazione della rendicontazione di sostenibilità	9
2.5. I principi europei per una rendicontazione uniforme e comparabile	11
3. La <i>Corporate Sustainability Due Diligence Directive</i> (CSDDD) e gli oneri per le imprese incluse nella "catena di attività"	13
4. Le prospettive di riforma della disciplina vigente	16
4.1. Il pacchetto di semplificazione " <i>Omnibus I</i> "	16
4.2. La semplificazione dei principi europei di rendicontazione e il principio di rappresentazione corretta	20
5. Gli obblighi di <i>disclosure</i> per gli investimenti "sostenibili"	22
6. Il procedimento di approvazione e i controlli delle dichiarazioni di sostenibilità	25
7. Conclusioni	29

CAPITOLO 2

BANCHE E INVESTITORI ISTITUZIONALI

di *Federico Marzo* e *Umberto Rosa*

1. Considerazioni introduttive: l'importanza dell'informativa di sostenibilità per gli investitori	31
2. Investimenti "sostenibili"	32
2.1. La finanza sostenibile al centro dell'agenda politica dell'Unione europea	32
2.2. Gli investimenti "socialmente responsabili"	33
3. (<i>Segue</i>). L' <i>impact investing</i> e gli strumenti finanziari obbligazionari sostenibili	36

4.	Gli investitori istituzionali come protagonisti della finanza sostenibile: strategie di <i>engagement</i> e disinvestimento	39
5.	Banche e sostenibilità: l'impatto dei fattori ESG sull'attività bancaria	42
6.	(<i>Segue</i>). Le conseguenze per l'impresa al momento di accesso al credito bancario: valutazione dei rischi climatici e condizioni di finanziamento	48
7.	Conclusioni	51

CAPITOLO 3

OPPORTUNITÀ E ONERI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

di *Claudio Coen e Chiara Valenti*

1.	Considerazioni introduttive	53
2.	Il ridimensionamento degli obblighi di <i>disclosure</i> per le micro, piccole e medie imprese	54
2.1.	L'ambito di applicazione della CSRD per le MPMI	54
2.2.	Le criticità dell'ambito di applicazione dell'obbligo di rendicontazione e le modifiche proposte dal pacchetto " <i>Omnibus I</i> "	55
3.	La rendicontazione di sostenibilità per le PMI	57
3.1.	La <i>disclosure</i> da onere a opportunità	57
3.2.	L'importanza della rendicontazione di sostenibilità per accedere al credito bancario	59
3.3.	La raccolta di capitale non bancario	60
4.	I <i>Voluntary Sustainability Reporting Standard</i> (VSME)	62
4.1.	Struttura e contenuti	62
4.2.	Il <i>value chain cap</i>	65
4.3.	L'eccezione al <i>value chain cap</i> : le informazioni ulteriori che possono essere richieste alle MPMI sulla base della natura e della tipologia dell'impresa	67
4.4.	PMI quotate e rendicontazione volontaria	67
4.5.	PMI con strumenti ammessi alla negoziazione sui mercati di crescita	69
5.	Conclusioni	70

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, la sostenibilità d'impresa ha progressivamente assunto una rilevanza che va ben oltre il perimetro delle scelte etiche o delle strategie reputazionali, imponendosi come componente strutturale del funzionamento dei mercati e dei processi decisionali economici. L'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (i noti "fattori ESG") nelle scelte delle imprese e degli investitori riflette, infatti, una trasformazione profonda delle aspettative che il mercato, le istituzioni e la società civile ripongono nell'iniziativa economica, nonché una crescente consapevolezza dell'impatto che i modelli produttivi e organizzativi esercitano sul contesto economico, sociale e ambientale di riferimento. In questa prospettiva, la sostenibilità non si presenta soltanto come un valore, ma come un criterio di valutazione del rischio e della *performance*, e ancora prima come fonte di rischi (finanziari) e di opportunità economiche.

Nel dibattito giuridico in questo contesto, l'attenzione si è tradizionalmente concentrata sulle grandi società e le imprese multinazionali, in quanto principali destinatari degli interventi di regolazione. Tuttavia, le micro, piccole e medie imprese (MPMI), che costituiscono l'ossatura del tessuto produttivo europeo e nazionale, rappresentano, al tempo stesso, una delle principali criticità e una delle più rilevanti potenzialità della transizione verso la sostenibilità dell'economia reale dell'Unione europea.

Le MPMI si confrontano, in particolare, con una significativa barriera di ingresso nell'accesso ai temi della sostenibilità e del connesso *reporting*. I costi di adeguamento organizzativo, di raccolta e gestione delle informazioni, nonché i costi puramente informativi e di comprensione di un quadro normativo in rapida evoluzione, risultano proporzionalmente più elevati rispetto a quelli sostenuti dalle grandi imprese. Ciò rischia di trasformare la sostenibilità in un ulteriore fattore di svantaggio competitivo, anziché in un'opportunità di sviluppo e di accesso al mercato dei capitali.

La disciplina dell'informativa di sostenibilità, in particolare, attraversa oggi una fase di transizione. Da un lato, l'accrescimento degli obblighi informativi risponde all'esigenza di garantire informazioni corrette e affidabili, nonché di ridurre il rischio di pratiche di *greenwashing*. Dall'altro, si registra un ripensamento del quadro normativo europeo in materia di sostenibilità, volto a contenere i costi direttamente o indirettamente connessi

alla rendicontazione di sostenibilità per le imprese, con particolare attenzione alle micro, piccole e medie imprese. Il processo di semplificazione avviato a livello di Unione europea e tutt'ora in corso è finalizzato a individuare un punto di equilibrio tra queste contrapposte esigenze. Indipendentemente dall'esito di tale processo, è evidente che l'informativa di sostenibilità si configuri ormai quale strumento centrale del governo dell'impresa, chiamato a integrare la dimensione economico-finanziaria e quella extra-finanziaria in un unico sistema informativo coerente. La sua efficacia dipenderà, tuttavia, non soltanto dalla completezza e dalla chiarezza delle regole, ma anche dalla capacità degli operatori di tradurre gli obblighi normativi in prassi informative sostanziali, evitando, cioè, che l'informativa di sostenibilità venga percepita soltanto come uno strumento formale di conformità normativa.

Rispetto alle micro, piccole e medie imprese, se è vero che queste sono oggi sostanzialmente escluse da obblighi diretti di *disclosure*, è altrettanto vero che esse ne sono sempre più interessate in via indiretta. La rendicontazione di sostenibilità costituisce, infatti, uno strumento essenziale per le MPMI che vogliono assicurarsi l'inclusione nella catena di attività delle imprese di grandi dimensioni, soggette agli obblighi di *disclosure* e *due diligence* di derivazione eurounitaria. Ancora, la capacità dell'impresa di offrire una rappresentazione chiara e veritiera dei rischi di sostenibilità della propria attività facilita l'accesso ai canali tradizionali di raccolta dei finanziamenti bancari, oltre ad aprire nuove opportunità di accesso ai mercati di investimenti "sostenibili".

Assumono, così, rilevanza gli *standard* di rendicontazione come i *Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMEs* e i tentativi nazionali di dialogo tra PMI e banche, adottati a livello ministeriale, che mirano a mettere le MPMI in condizione di conoscere in anticipo le aspettative di informativa delle banche.

È in questo contesto che si inserisce il presente lavoro, realizzato nell'ambito di un progetto di ricerca coordinato dall'Università di Genova e dedicato all'informativa di sostenibilità e al *greenwashing*, che ha beneficiato dell'assegnazione di un contributo all'esito di un bando competitivo promosso dal Ministero dell'Università e della Ricerca all'interno del programma *Next Generation EU*. L'*e-book*, frutto della collaborazione di alcuni membri del *CEDIF - Centro di diritto e finanza* dell'Università di Genova, fondato dal prof. Guido Ferrarini e oggi diretto dal prof. Michele Siri, si propone di offrire un inquadramento sistematico, ma al tempo stesso sintetico e operativo, dei principali obblighi e delle principali opportunità connesse al *reporting* di sostenibilità, con un'attenzione specifica alle esigenze delle micro, piccole e medie imprese. Ciò nella consapevolezza che la diffusione di una cultura della sostenibilità passa anche attraverso strumenti conoscitivi in grado di dialogare efficacemente con gli operatori di mercato.

Il volume si apre con un primo capitolo dedicato all'analisi dei doveri di *disclosure* in materia di sostenibilità dell'impresa nel quadro della disciplina europea vigente e tuttora in corso di evoluzione. Dopo aver illustrato le ragioni e gli obiettivi della rendicontazione di sostenibilità, il contributo esamina l'ambito di applicazione degli obblighi di *disclosure*, il contenuto e la collocazione delle informazioni di sostenibilità, nonché il ruolo dei principi europei di rendicontazione e dei controlli sul *reporting* di sostenibilità. Ampio spazio è riservato alle prospettive di riforma e agli interventi di semplificazione in corso, con particolare riferimento al pacchetto "Omnibus I", che, nell'escludere le PMI, anche quotate, dall'obbligo di rendicontazione, indirettamente riconosce l'opportunità, per l'interazione con i propri *stakeholder*, dell'essere in grado di fornire una rappresentazione chiara e veritiera dei profili di sostenibilità dell'impresa.

Il secondo capitolo si concentra sul ruolo delle banche e degli investitori istituzionali, analizzando l'importanza dell'informativa di sostenibilità per l'accesso al capitale. Da un lato, infatti, le banche sono sempre più incentivate, dal legislatore europeo e nazionale, a considerare i rischi ambientali e climatici in sede di concessione di finanziamenti; dall'altro, si assiste allo sviluppo di nuovi mercati per gli investimenti c.d. "socialmente responsabili" e dell'*impact investing*.

Il terzo capitolo, infine, è specificamente dedicato alle opportunità e agli oneri per le micro, piccole e medie imprese. Dopo aver analizzato il ridimensionamento degli obblighi di *disclosure* per le PMI, il contributo mette in luce come la rendicontazione di sostenibilità sia divenuta strumento strategico dell'interazione con gli *stakeholder* nonché per l'accesso a finanziamenti a costi più contenuti. Particolare attenzione è pertanto riservata ai *Voluntary Sustainability Reporting Standard* (VSME) e alle linee guida standardizzate di raccolta e rappresentazione di informazioni di sostenibilità specificamente tarati sulle micro, piccole e medie imprese.

L'analisi tracciata evidenzia, da un lato, il progressivo superamento, per le PMI, di una concezione obbligatoria della *disclosure* di sostenibilità e, dall'altro, una conferma, se non, in certi casi, un rafforzamento di tali obblighi per le grandi imprese, le banche e gli investitori professionali, a beneficio di un modello informativo funzionale al corretto funzionamento dei mercati. In questa prospettiva, se per le PMI la *disclosure* di sostenibilità cessa di essere un obbligo, essa diviene una opportunità nel momento in cui si fa strumento capace di attrarre investitori o finanziamenti a condizioni più vantaggiose, nonché di incidere positivamente sulle decisioni dei *partner* commerciali e degli altri *stakeholder*, come consumatori o lavoratori.

Genova, febbraio 2026

DILETTA LENZI

ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI

AGCM: Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato
ASSONIME: Associazione Italiana fra le Società per Azioni
BCBS: *Basel Committee on Banking Supervision*
BCE: Banca Centrale Europea
BIS: *Bank for International Settlement*
CONSOB: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CRD: *Capital Requirements Directive*, direttiva 2013/36/UE
CRD VI: *Capital Requirements Directive VI*, direttiva 2024/1619/UE
CRR: *Capital Requirements Regulation*, regolamento 2013/575/UE
CRR III: *Capital Requirements Regulation III*, regolamento 2024/1623/UE
CSDB: *Centralised Securities Database*
CSDDD: *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, direttiva 2024/1760/UE
CSRD: *Corporate Sustainability Reporting Directive*, direttiva 2022/2464/UE
Direttiva Accounting: direttiva 2013/34/UE
EBA: *European Banking Authority*
ECB: *European Central Bank*
EFRAG: *European Financial Reporting Advisory Group*
ESG: *Environmental, Social e Governance*
ESMA: *European Securities and Markets Authority*
ESRS: *European Sustainability Reporting Standards*
EUGB: *European Green Bond*
EUROSIF: *European Sustainable Investment Forum*
GRI: *Global Reporting Initiative*
GSIA: *Global Sustainable Investment Alliance*
IAS: *International Accounting Standards*
ICMA: *International Capital Market Association*
IFRS: *International Financial Reporting Standards*
KPI: *Key Performance Indicator*
LMA: *Loan Market Association*
LSME: *Listed Small and Medium-sized Enterprises*
MPMI: Micro, Piccole e Medie Imprese
MSCI: *Morgan Stanley Capital International*
NFRD: *Non-financial Reporting Directive*, direttiva 2014/95/UE
OECD: *Organisation for Economic Co-operation and Development*
OIC: Organismo Italiano di Contabilità
PAI: *Principal Adverse Impact*
PMI: Piccole e Medie Imprese
SFDR: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, regolamento 2019/2088/UE
SME: *Small and Medium-sized Enterprises*
MSG: *Securities and Markets Stakeholder Group*

SRI: *Socially o Sustainable Responsible Investing*
TCFD: *Task force on Climate-related Financial Disclosures*
UNCC: *United Nations Climate Change*
VSME: *Voluntary sustainability reporting standard for non-listed SMEs*
VSME 2.0: *Voluntary sustainability reporting standard for non-listed SMEs and microenterprises* contenuto nell'Allegato I della Raccomandazione (UE) 2025/1710

CAPITOLO 1
L'INFORMATIVA DI SOSTENIBILITÀ
di *Iunio Giraudò*

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive: il valore del *reporting* di sostenibilità. — 2. Gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità per le imprese. — 2.1. L'ambito di applicazione della disciplina. — 2.2. Le ragioni e gli obiettivi. — 2.3. Il metodo di rendicontazione: il principio della doppia rilevanza. — 2.4. Il contenuto e la collocazione della rendicontazione di sostenibilità. — 2.5. I principi europei per una rendicontazione uniforme e comparabile. — 3. La *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD) e gli oneri per le imprese incluse nella "catena di attività". — 4. Le prospettive di riforma della disciplina vigente. — 4.1. Il pacchetto di semplificazione "*Omnibus I*". — 4.2. La semplificazione dei principi europei di rendicontazione e il principio di rappresentazione corretta. — 5. Gli obblighi di *disclosure* per gli investimenti "sostenibili". — 6. Il procedimento di approvazione e i controlli delle dichiarazioni di sostenibilità. — 7. Conclusioni.

1. Considerazioni introduttive: il valore del *reporting* di sostenibilità.

La crescente rilevanza della sostenibilità dell'attività d'impresa ha progressivamente trasformato l'informativa societaria, attribuendo alle informazioni ambientali, sociali e di *governance* (c.d. fattori ESG - *Environmental, Social e Governance*) un ruolo sempre più centrale. Nel 2024, infatti, le imprese che rendicontano informazioni sulla sostenibilità hanno rappresentato il 91% della capitalizzazione dei mercati internazionali ⁽¹⁾. Il progressivo aumento delle informazioni sulla sostenibilità comunicate dalle imprese, su base sia obbligatoria sia volontaria, conferma che la *disclosure* ESG non costituisce più un elemento accessorio del sistema informativo d'impresa, ma una sua componente essenziale e, ormai, strutturale.

Una simile evoluzione non risponde soltanto a un mutamento culturale in materia di sostenibilità, ma riflette una profonda trasformazione delle modalità di misurazione e analisi del valore economico-finanziario dell'attività di impresa. I fattori ESG incidono, infatti, in misura crescente sulla

⁽¹⁾ OECD, *Global Corporate Sustainability Report 2025*, 2025, 14.

capacità dell'impresa di generare valore nel medio-lungo termine, sulla sua **esposizione ai rischi connessi alla sostenibilità** e, in ultima analisi, sul suo accesso al capitale e a **migliori condizioni di finanziamento**.

In tale prospettiva, l'informativa di sostenibilità risponde in particolare a due esigenze.

In primo luogo, essa mira a soddisfare la **crescente domanda di informativa in materia di sostenibilità** che proviene, oltre che da investitori e finanziatori, anche da altri soggetti, tra cui clienti, *partner* commerciali, istituti di credito, autorità pubbliche, lavoratori e comunità locali (c.d. portatori di interesse o *stakeholder*). Diventa fondamentale, così, assicurare la massima comparabilità e attendibilità possibile delle informazioni rendicontate, per mettere gli *stakeholder* in condizione di confrontare le diverse rendicontazioni e individuare le imprese maggiormente virtuose sotto il profilo della sostenibilità.

In secondo luogo, l'informativa di sostenibilità rappresenta sempre più uno **strumento di governo interno dell'impresa**, supportandone i processi decisionali, la gestione dei rischi e la definizione delle strategie. Diviene necessario, pertanto, che le imprese — incluse le PMI — sviluppino una piena consapevolezza dei benefici connessi alla predisposizione della rendicontazione di sostenibilità, al fine di evitare che tale attività sia percepita soltanto come mero adempimento normativo o come risposta alle prassi di mercato.

Il legislatore dell'Unione europea ha accompagnato questa evoluzione con un **potenziamento delle pratiche di trasparenza e rendicontazione**, abbandonando definitivamente una logica esclusivamente volontaristica e prevalentemente descrittiva a favore di un quadro regolatorio strutturato, armonizzato e sempre più integrato con la disciplina contabile. Al contempo, le più recenti iniziative della Commissione europea (v. par. 4) sembrano orientate a un riequilibrio dell'impianto normativo, mirando, da un lato, a consolidare gli obblighi di rendicontazione per le imprese di maggiori dimensioni e, dall'altro, a incentivare la predisposizione di rendicontazioni di sostenibilità volontarie da parte, in particolare, delle PMI.

Anche in questo quadro normativo in evoluzione, la rendicontazione di sostenibilità, sia essa predisposta obbligatoriamente o su base volontaria, non rappresenta ormai un mero adempimento formale, bensì uno strumento essenziale per l'impresa rendicontante e i suoi *stakeholder*.

2. Gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità per le imprese.

2.1. L'ambito di applicazione della disciplina.

I primi obblighi europei di rendicontazione delle informazioni sulla sostenibilità sono stati introdotti dalla [direttiva 2014/95/UE \(Non-financial](#)

Reporting Directive - NFRD), recepita nell'ordinamento italiano con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, che regolava le c.d. dichiarazioni non finanziarie.

Con l'obiettivo di risolvere alcune criticità emerse a seguito dell'implementazione di tale disciplina ⁽²⁾, il legislatore europeo è recentemente intervenuto con la *direttiva (UE) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD)* ⁽³⁾ che ha modificato la direttiva 2013/34/UE (c.d. direttiva *Accounting*). La CSRD è stata recepita in Italia con il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, che ha abrogato il precedente d.lgs. 254/2016 e prevede termini di applicazione diversi a seconda della grandezza dell'impresa ⁽⁴⁾. Le novità rispetto alla precedente NFRD sono numerose, alcune delle quali sono espressione dell'**obiettivo fondamentale di equiparare progressivamente la disciplina sulle informazioni di sostenibilità con quella sulle informazioni contabili** ⁽⁵⁾.

In primo luogo, ci si riferisce, oggi, alla “*rendicontazione di sostenibilità*” e non più alla “*dichiarazione non finanziaria*”. Il significato non solo semantico è chiaro: le informazioni sulla sostenibilità non possono più essere intese come “*non finanziarie*”, considerando la loro rilevanza sia sul flusso di cassa sia sul rischio ad esso associato ⁽⁶⁾.

In secondo luogo, la CSRD cristallizza il **principio della doppia rilevanza** (c.d. doppia materialità) che ribadisce l'influenza finanziaria di alcuni profili di sostenibilità (v. par. 2.3).

Infine, **la CSRD impone l'inclusione della rendicontazione di sosteni-**

⁽²⁾ In primo luogo, la NFRD aveva un campo di applicazione limitato che includeva, cioè, soltanto le imprese di grandi dimensioni che costituivano enti di interesse pubblico e con un numero di dipendenti pari a 500 - con esclusione, in particolare, delle PMI. In secondo luogo, la disciplina non prevedeva l'introduzione di *standard* europei di rendicontazione di sostenibilità, riducendo così la comparabilità delle informazioni rendicontate. Infine, non veniva imposto alcun controllo sulla dichiarazione non finanziaria. Tali criticità sussistevano anche con riferimento alla disciplina italiana di recepimento, fatta eccezione per l'ultima: il d.lgs. 254/2016 prescriveva, infatti, un'attestazione di conformità da parte dei revisori legali (art. 3, comma 10, d.lgs. 254/2016). V. EUROPEAN COMMISSION, *Report on the review clauses in Directives 2013/34/UE, 2014/95/UE, and 2013/50/UE*, 2021, COM(2021) 199 final; ESMA, *Final Report: ESMA's Technical Advice to the European Commission on Integrating Sustainability Risks and Factors in MiFID II*, 2019.

⁽³⁾ Per una ricostruzione dell'evoluzione della normativa, v. per tutti C. PRESCIANI, *L'evoluzione normativa in tema di informativa di sostenibilità*, in *Sostenibilità e informativa al mercato*, a cura di M. Siri - D. Lenzi, Milano, 2026, 3.

⁽⁴⁾ Il d.lgs. 125/2024 modula l'applicazione temporale della disciplina (1° gennaio 2024, 1° gennaio 2027 o 1° gennaio 2028) a seconda dei requisiti dimensionali dell'impresa: art. 17 d.lgs. 125/2024. Tali scaglioni temporali sono stati, infatti, recentemente modificati: v. par. 4.1.

⁽⁵⁾ ESMA, *Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, 2025.

⁽⁶⁾ Considerando 8 della CSRD.

bilità in un'apposita sezione della relazione sulla gestione, senza possibilità di deroga come, invece, era previsto nella previgente disciplina della NFRD (7).

Questo obiettivo del legislatore giustifica l'**estensione dell'ambito applicativo della disciplina alle piccole e medie imprese**. Infatti, sono oggi tenute a redigere la rendicontazione di sostenibilità:

a) le imprese di "grandi dimensioni" — quelle, cioè, che superano i limiti numerici di *almeno due* dei seguenti criteri:

- 25.000.000 euro di stato patrimoniale;
- 50.000.000 euro di ricavi netti;
- 250 di dipendenti (8);

b) le piccole e medie imprese "quotate" — cioè i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato — ad eccezione delle microimprese (9).

Tale estensione si giustifica anche sulla base della crescente rilevanza dei rischi e delle opportunità connessi alla sostenibilità per tutte le imprese, e non solo per quelle di maggiori dimensioni (10). Come contraltare, sono previsti tre scaglioni temporali di entrata in vigore della disciplina, a seconda della dimensione dell'impresa (11).

Oltre all'obbligo appena illustrato, la disciplina impone alle imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni la predisposizione di una **rendicontazione consolidata di sostenibilità** (12). I grandi gruppi, in particolare, sono composti da un'impresa madre e imprese figlie che, su base consolidata, superano i limiti numerici di *almeno due* dei seguenti criteri:

- 25.000.000 euro di stato patrimoniale;
- 50.000.000 euro di ricavi netti;
- 250 dipendenti (13).

2.2. *Le ragioni e gli obiettivi.*

Gli obiettivi della disciplina possono essere distinti in tre macrocategorie:

- a) a beneficio delle imprese rendicontanti;*
- b) a beneficio dei soggetti coinvolti nell'attività di impresa (gli stakeholder);*

(7) Art. 19-*bis*, par. 1, direttiva 2013/34/UE; art. 3, comma 1, d.lgs. 125/2024.

(8) Art. 4, par. 4, direttiva 2013/34/UE; art. 1, comma 1, lett. *n*), d.lgs. 125/2024.

(9) Art. 19-*bis*, par. 1, direttiva 2013/34/UE; art. 1, comma 1, lett. *m*), d. lgs. 125/2024.

(10) Considerando 21 della CSRD.

(11) Art. 5, par. 2, CSRD; art. 17 d.lgs. 125/2024. V. par. 4.1.

(12) Art. 29-*bis* direttiva 2013/34/UE; art. 4 d.lgs. 125/2024.

(13) Art. 3, par. 7, direttiva 2013/34/UE; art. 1, comma 1, lett. *o*), d.lgs. 125/2024.

c) a beneficio del sistema normativo nel suo complesso.

(A) Benefici per le imprese rendicontanti: l'obbligo di predisposizione di una rendicontazione di sostenibilità impone alle imprese di conoscere i *rischi* connessi alle questioni di sostenibilità (per cui v. par. 2.3), consentendo eventualmente di migliorarne il monitoraggio e incidendo, quindi, direttamente sulla funzione di gestione del rischio (*risk management*)⁽¹⁴⁾. Al contempo, la rendicontazione consente di individuare e gestire le **opportunità** legate alle questioni di sostenibilità, anch'esse ritenute spesso idonee a impattare l'andamento finanziario di un'impresa⁽¹⁵⁾. Si pensi, per esempio, alla riduzione dei costi operativi attraverso l'efficientamento energetico, alla possibilità di ampliare le attività e i mercati di operatività dell'impresa (**diversificazione**) e alla maggiore capacità di affrontare imprevisti e rischi connessi alla sostenibilità (**resilienza**).

(B) Benefici per gli stakeholder delle imprese rendicontanti: predisporre una rendicontazione di sostenibilità migliora il rapporto dell'impresa con i suoi *stakeholder*, inclusi risparmiatori, cittadini, organizzazioni sindacali, *partner* commerciali, attori istituzionali e consumatori⁽¹⁶⁾. In questa prospettiva, la CSRD mira, da un lato, a migliorare il dialogo con gli *stakeholder* e, dall'altro, a consentire che la crescente domanda di investimenti e finanziamenti sostenibili sia correttamente indirizzata⁽¹⁷⁾. Per fare qualche esempio⁽¹⁸⁾:

- gli *investitori*, compresi i gestori di patrimoni, intendono sempre più comprendere i rischi e le opportunità dei fattori di sostenibilità connessi ai propri investimenti, da una parte, e l'impatto di questi ultimi sulle persone e sull'ambiente dall'altra;
- gli *istituti di credito* possono basarsi sulle informazioni sulla sostenibilità nei propri canali di finanziamento, privilegiando imprese virtuose sotto il profilo della sostenibilità⁽¹⁹⁾;
- i *partner commerciali* si basano sempre più spesso sulle informazioni

⁽¹⁴⁾ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Guidelines on the management of ESG risks*, 2025; EUROPEAN COMMISSION, *Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information*, 2019, 2019/C 209/01.

⁽¹⁵⁾ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *PMI italiane e rendicontazione di sostenibilità*, 2021, 8.

⁽¹⁶⁾ Così anche il considerando 9 della CSRD. V. F. MARZO - U. ROSA, *Banche e investitori istituzionali*, in questo volume. V. anche FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Finanziare la transizione sostenibile delle PMI: aziende e operatori finanziari a confronto*, 2024, 15; FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (nt. 15), 8.

⁽¹⁷⁾ Considerando 9 della CSRD.

⁽¹⁸⁾ In particolare, v. considerando 9 della CSRD.

⁽¹⁹⁾ F. MARZO - U. ROSA (nt. 16).

sulla sostenibilità per comprendere e analizzare i rischi e gli impatti lungo l'intera catena del valore (v. par. 3);

- *gli attori istituzionali e gli enti pubblici preposti alla tutela dell'ambiente* utilizzano le informazioni sulla sostenibilità per controllare gli sviluppi delle imprese e del contesto imprenditoriale in materia ESG ⁽²⁰⁾;

- *i consumatori* possono essere influenzati dalle informazioni sulla sostenibilità nel proprio processo decisionale di acquisto di prodotti e servizi;

- *la società civile*, infine, è sempre più interessata a conoscere le interazioni dell'attività delle imprese con i fattori di sostenibilità e le modalità con cui le imprese impattano sulle persone e sull'ambiente naturale.

(C) Benefici sistemici: la rendicontazione costituisce la chiave di volta del sistema normativo sulla sostenibilità. Numerose discipline ⁽²¹⁾, infatti, presuppongono l'esistenza di un'infrastruttura informativa completa ed efficiente ⁽²²⁾, di cui la rendicontazione di sostenibilità rappresenta una componente essenziale ⁽²³⁾. Per esempio, poiché la direttiva (UE) 2024/1760 (c.d. CSDDD) impone, tra gli altri obblighi, di individuare gli impatti negativi sull'ambiente lungo la catena di attività, la rendicontazione di sostenibilità predisposta dalle PMI incarna in proposito lo strumento informativo per eccellenza (v. par. 3).

2.3. *Il metodo di rendicontazione: il principio della doppia rilevanza.*

Quanto alle tecniche di rendicontazione, è centrale il **principio della doppia rilevanza** (o doppia materialità), secondo cui devono essere rendicontate:

a) le “*informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità*” (prospettiva *inside-out*);

b) le “*informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione*” (prospettiva *outside-in*) ⁽²⁴⁾.

La doppia rilevanza coniuga le due nozioni di materialità diffuse negli *standard* internazionali di rendicontazione: la materialità d'impatto, prevista

⁽²⁰⁾ Considerando 9 CSRD.

⁽²¹⁾ Oltre a quelle che saranno analizzate in seguito, un esempio di tali normative è il regolamento (UE) 2024/3005 sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance*.

⁽²²⁾ HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018, 23 ss.

⁽²³⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, 2021, COM(2021) 390 final, 3.

⁽²⁴⁾ Art. 19-*bis*, par. 1, direttiva 2013/34/UE; art. 3, comma 1, d.lgs. 125/2024.

dalla *Global Reporting Initiative* ⁽²⁵⁾, e la materialità finanziaria, considerata per esempio dall'*IFRS Foundation* ⁽²⁶⁾.

Da un lato, la **prospettiva *inside-out*** ricorda come il mercato sia sempre più interessato a conoscere le modalità con cui le attività dell'impresa impattano sulle questioni di sostenibilità (in particolare sull'ambiente e sulla società civile), indipendentemente dall'influenza delle stesse sull'andamento finanziario dell'impresa ⁽²⁷⁾.

Dall'altra, la rilevanza della **prospettiva *outside-in*** ribadisce l'esistenza di profili relativi alla sostenibilità dell'impresa con un impatto finanziario sulla stessa, incidendo su diverse tipologie di rischio, come per esempio:

- sul c.d. *rischio sistemico*, così chiamato perché idoneo a impattare su qualsiasi tipo di impresa, indipendentemente dalla sua attività (per esempio, l'aumento degli eventi climatici estremi interessa potenzialmente tutte le imprese, al di là del settore in cui esse operano: v. *Focus* 1);

- sul *rischio specifico*, così chiamato perché idoneo a impattare in modo particolare sulle imprese operanti in un settore industriale specifico (per esempio, un'impresa operante nel settore agroalimentare è esposta a un rischio ambientale specifico legato alla scarsità di risorse idriche);

- sul *rischio di mercato*: i consumatori possono, infatti, sviluppare preferenze per prodotti o servizi sostenibili, cosicché la domanda di prodotti e servizi *non* sostenibili potrebbe diminuire, con conseguenze finanziarie negative sulle imprese con un profilo negativo in termini di sostenibilità ⁽²⁸⁾;

- sul *rischio reputazionale*: i consumatori, gli investitori e, più in generale, la comunità di riferimento dell'impresa possono sviluppare una diversa sensibilità in materia di sostenibilità, cosicché le imprese con un profilo negativo in termini ESG potrebbero subire dei conseguenti pregiudizi reputazionali;

- sul *rischio di credito*: gli istituti di credito sono tenuti, tra gli altri obblighi, a misurare i rischi ESG a cui sono esposti anche in relazione ai propri canali di credito, cosicché imprese con un profilo ESG negativo potrebbero subire un pregiudizio nell'accesso al credito, con un conseguente incremento del costo del capitale ⁽²⁹⁾.

⁽²⁵⁾ GRI, *GRI 3: Material Topics*, 2021, 7 ss.

⁽²⁶⁾ IFRS FOUNDATION, *IFRS S1. General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, 2023, 8.

⁽²⁷⁾ V., per esempio, il [sito istituzionale della Commissione europea](#) e IOSCO, *Statement on Disclosure of ESG Matters by Issuers*, 2019.

⁽²⁸⁾ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Guide on climate-related and environmental risks*, 2020, 13.

⁽²⁹⁾ F. MARZO - U. ROSA (nt. 16).

Focus 1 - Il cambiamento climatico

Esempio paradigmatico di rischio di sostenibilità (anche sistemico) è quello connesso ai cambiamenti climatici ⁽³⁰⁾, che possono interessare imprese di maggiore e minore dimensione ⁽³¹⁾, quotate e non quotate ⁽³²⁾. Nel dettaglio, i rischi legati al cambiamento climatico possono essere di due tipi ⁽³³⁾: rischi di transizione e rischi fisici.

(1) Rischi di transizione

Sono rischi connessi alla transizione verso un'economia con basse emissioni di carbonio e a loro volta si distinguono in:

1.a) *rischi politici*: il legislatore, sia europeo sia italiano, sempre più spesso introduce normative che, ponendosi come obiettivi la mitigazione o l'adattamento ai cambiamenti climatici, impongono obblighi più o meno gravosi alle imprese (per esempio, quello della rendicontazione delle informazioni ambientali);

1.b) *rischi legali*: negli ultimi anni, è notevolmente aumentato il contenzioso climatico, connesso, per esempio, agli obblighi delle imprese di mitigare l'impatto sui cambiamenti climatici o di rendicontare le informazioni sui rischi finanziari legati alle questioni climatiche;

1.c) *rischi tecnologici*: le imprese possono trovarsi ad affrontare i rischi derivanti dall'evoluzione, dall'adozione o dal mancato utilizzo di nuove tecnologie funzionali alla transizione verso un'economia a basse emissioni, con conseguenti perdita di competitività e aumento dei costi di produzione e di distribuzione ⁽³⁴⁾;

1.d) *rischi di mercato*: la dinamica della domanda e dell'offerta può essere influenzata dalle crescenti preferenze di sostenibilità da parte, in particolare, di investitori e consumatori;

1.e) *rischi reputazionali*: in un contesto in cui i fattori di sostenibilità assumono sempre più rilevanza, le imprese con profili negativi di sostenibilità possono subire un pregiudizio reputazionale, in particolare nella prospettiva degli investitori e dei consumatori.

⁽³⁰⁾ OECD (nt. 1), 16.

⁽³¹⁾ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Verso una transizione giusta. Una bussola per gli operatori finanziari*, 2025, 6 ss.

⁽³²⁾ BANCA D'ITALIA, *Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di intermediari finanziari non bancari*, 2022.

⁽³³⁾ TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURE, *Final Report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure*, 2017, 5 ss.

⁽³⁴⁾ EUROPEAN COMMISSION (nt. 23), 9.

(2) *Rischi fisici*

Sono rischi relativi al complesso aziendale e ai beni che lo compongono, che a loro volta si distinguono in:

2.a) *rischi acuti*: identificano eventi estremi e improvvisi, come alluvioni e uragani, che possono danneggiare, per esempio, le strutture e i macchinari necessari per l'attività di produzione di beni o di fornitura dei servizi;

2.b) *rischi cronici*: sono riferiti a una finestra temporale più lontana, come nel caso dell'innalzamento del livello degli oceani o dell'aumento delle temperature, e possono incidere, per esempio, sulla localizzazione degli impianti, sui costi operativi o sulla progettazione delle infrastrutture produttive.

Peraltro, il possibile impatto finanziario dei rischi fisici, in particolare se acuti, sta alla base dell'obbligo legale di **copertura assicurativa per calamità naturali ed eventi catastrofici** ⁽³⁵⁾.

2.4. *Il contenuto e la collocazione della rendicontazione di sostenibilità.*

Quanto al **contenuto della rendicontazione di sostenibilità**, è richiesta la comunicazione di informazioni assai eterogenee, potendo queste essere prospettiche, storiche, quantitative o qualitative-narrative. Nel dettaglio, la rendicontazione deve contenere una descrizione, *quantomeno*, dei seguenti elementi ⁽³⁶⁾:

a) del **modello e della strategia aziendali dell'impresa**, per esempio specificando le modalità con cui si intendono affrontare i rischi e sfruttare le opportunità connessi alle questioni di sostenibilità o i metodi di coinvolgimento degli *stakeholder*;

b) degli **obiettivi temporalmente definiti** connessi alle questioni di sostenibilità, per esempio di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra entro uno specifico periodo;

⁽³⁵⁾ V. art. 1, l. 30 dicembre 2023, n. 213 e art. 1-*bis*, comma 2, decreto-legge 19 ottobre 2024, n. 155, convertito con modificazioni da l. 9 dicembre 2024, n. 189. In sintesi: a) i soggetti obbligati sono le imprese con sede legale in Italia e le imprese aventi sede legale all'estero con una stabile organizzazione in Italia, tenute all'iscrizione nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2188 c.c.; b) tali soggetti sono tenuti a concludere contratti assicurativi a copertura dei danni direttamente cagionati da calamità naturali ed eventi catastrofici verificatisi sul territorio nazionale (sismi, alluvioni, frane, inondazioni ed esondazioni); c) i beni oggetto della copertura assicurativa sono le immobilizzazioni materiali, e cioè terreni e fabbricati; impianti e macchinari; attrezzature industriali e commerciali.

⁽³⁶⁾ Art. 19-*bis*, par. 2, lett. a) - b), direttiva 2013/34/UE; art. 3, comma 2, lett. a) - b), d.lgs. 125/2024.

c) del **ruolo degli organi di amministrazione e controllo** in relazione alle questioni di sostenibilità, per esempio nel processo di individuazione e analisi delle questioni di sostenibilità rilevanti secondo il principio della doppia materialità;

d) delle **politiche dell'impresa** connesse alle questioni di sostenibilità, per esempio con riferimento alle modalità di inclusione e non discriminazione dei lavoratori;

e) dell'**esistenza di incentivi** connessi alle questioni di sostenibilità destinati ai componenti degli organi di amministrazione e controllo della società, per esempio premi di remunerazione legati al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità prefissati;

f) delle **procedure di dovuta diligenza**, dei principali impatti negativi e delle azioni per prevenire o attenuare tali impatti, per esempio facendo riferimento all'adozione di un codice di condotta;

g) dei **principali rischi** per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità, considerando, in particolare, che tali rischi impattano sull'andamento finanziario delle imprese in modo diverso a seconda di variabili quali il settore industriale e la posizione geografica dell'attività;

h) degli **indicatori** pertinenti per la rappresentazione di tali informazioni, per esempio di quelli previsti dal [regolamento \(UE\) 2020/852 \(regolamento Tassonomia\)](#), quali il fatturato derivante da prodotti o servizi allineati alla tassonomia, la quota di spese in conto capitale (CapEx) riferibile alle attività allineate alla tassonomia e la quota delle spese operative (Opex) associata alle attività allineate alla tassonomia ⁽³⁷⁾.

È, inoltre, previsto che, “*se del caso*”, devono essere rendicontate anche le **informazioni relative alla catena del valore**, comprese quelle concernenti i prodotti, servizi, rapporti commerciali e la catena di fornitura ⁽³⁸⁾ — salvo, poi, disporre che durante i primi tre anni di applicazione della disciplina l'impresa possa specificare “*i motivi per cui non è stato possibile ottenere tutte le informazioni necessarie*” sulla catena del valore ⁽³⁹⁾.

Il medesimo contenuto è richiesto anche nel caso della **rendicontazione di sostenibilità consolidata**, predisposta dalle imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni (v. par. 2.1) ⁽⁴⁰⁾.

Quanto alla **collocazione**, le informazioni sulla sostenibilità rendicontate devono essere inserite nella relazione sulla gestione e lì essere chiaramente

⁽³⁷⁾ In proposito, v. il recente [regolamento delegato \(UE\) 2026/73 che semplifica il contenuto e la presentazione delle informazioni sul rispetto dei criteri tecnici necessari per determinare se le attività non arrecano un danno significativo agli obiettivi ambientali](#).

⁽³⁸⁾ Art. 19-*bis*, par. 3, direttiva 2013/34/UE; art. 3, comma 4, d.lgs. 125/2024.

⁽³⁹⁾ Art. 19-*bis*, par. 3, direttiva 2013/34/UE; art. 3, comma 4, d.lgs. 125/2024.

⁽⁴⁰⁾ Art. 29-*bis* direttiva 2013/34/UE; art. 4 d.lgs. 125/2024.

identificabili tramite collocazione in apposita sezione ⁽⁴¹⁾. In questo modo, si vuole evitare la percezione che le informazioni sulla sostenibilità siano meno affidabili e che costituiscano una categoria distinta dalle informazioni contabili ⁽⁴²⁾.

2.5. *I principi europei per una rendicontazione uniforme e comparabile.*

La direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD) preannuncia l'introduzione dei **principi europei di rendicontazione di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standard - ESRS)** i quali — introdotti con il regolamento delegato (UE) 2023/2772 e predisposti con l'ausilio del Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria (*European Financial Reporting Advisory Group - EFRAG*) — colmano oggi un'importante lacuna della previgente disciplina.

Tali principi mirano ad assicurare una **rendicontazione di sostenibilità uniforme e comparabile**, riducendo i costi amministrativi per le imprese e rafforzando l'utilità della rendicontazione per gli *stakeholder*. In questo modo, infatti, i destinatari delle rendicontazioni possono confrontare più facilmente i profili di sostenibilità delle imprese, distinguendo quelle virtuose dai concorrenti meno virtuosi. Quanto al contenuto, i principi europei di sostenibilità si distinguono in (a) agnostici, applicabili cioè indipendentemente dal settore industriale considerato, e (b) settoriali ⁽⁴³⁾.

(A) **I principi agnostici** sono stati adottati con il regolamento delegato (UE) 2023/2772 (*set* 1 ESRS), e si distinguono in generali, da una parte, e tematici dall'altra ⁽⁴⁴⁾.

Tabella 1. ESRS agnostici generali

ESRS 1 Prescrizioni generali	ESRS 2 Informazioni generali
a) Clausole generali di <i>rilevanza, pertinenza, completezza e rappresentazione fedele</i> ; b) Principi generali di <i>comparabilità, verificabilità e comprensibilità</i>	a) Criteri generali per la redazione delle dichiarazioni sulla sostenibilità (per es., connessi alle modalità con cui le dichiarazioni coprono anche la catena del valore) b) Informativa in relazione a circostanze specifiche (per es., connessa agli orizzonti temporali dell'informazione rendicontata)

⁽⁴¹⁾ Art. 19-*bis*, par. 1, direttiva 2013/34/UE; art. 3, comma 1, d.lgs. 125/2024.

⁽⁴²⁾ Considerando 57 della CSRD.

⁽⁴³⁾ Art. 29-*ter*, par. 2 e 3, direttiva 2013/34/UE. Tali qualità sono necessarie per una rendicontazione di sostenibilità attendibile; v. ESMA, *Public Statement. Off to a good start: first application of ESRS by large issuers*, 2024, par. 34.

⁽⁴⁴⁾ V. F. URBANI, *Gli European Sustainability Reporting Standards*, in M. SIRI - D. LENZI (nt. 3), 57.

Tabella 2. ESRS agnostici tematici

ESRS ambientali ("E")	ESRS sociali ("S")	ESRS di governance ("G")
ESRS E1 Cambiamenti climatici	ESRS S1 Forza lavoro propria	ESRS G1 Condotta delle imprese, etica aziendale e cultura d'impresa
ESRS E2 Inquinamento	ESRS S2 Lavoratori nella catena del valore	
ESRS E3 Acque e risorse marine	ESRS S3 Comunità interessate	
ESRS E4 Biodiversità ed ecosistemi	ESRS S4 Consumatori e utilizzatori fi- nali	
ESRS E5 Uso delle risorse ed econo- mia circolare		

(b) I **principi settoriali** non sono ancora stati pubblicati e la loro preparazione è stata sospesa perché il c.d. pacchetto "*Omnibus I*" (v. par. 4) intende eliminarli ⁽⁴⁵⁾.

Per aiutare le imprese rendicontanti, l'EFRAG ha predisposto numerosi **documenti di supporto**:

a) da un lato, sono disponibili alcune **guide di implementazione**, relative:

- al giudizio di materialità ⁽⁴⁶⁾;
- alla catena del valore ⁽⁴⁷⁾;
- agli elementi informativi da rendicontare (*datapoint*) ⁽⁴⁸⁾;

b) dall'altro lato, l'EFRAG mira ad assicurare l'interoperabilità con gli altri *standard* internazionali di rendicontazione, per evitare duplicazioni di costi per le imprese e potenziare la comparabilità informativa. Ad oggi, le **guide di interoperabilità** riguardano gli *standard*:

- della *Task Force on Nature-related Financial Disclosures* (TNFD) ⁽⁴⁹⁾;
- della *Global Reporting Initiative* (GRI) ⁽⁵⁰⁾;

⁽⁴⁵⁾ V. il [sito istituzionale dell'EFRAG](#).

⁽⁴⁶⁾ EFRAG, *EFRAG IG 1. Materiality Assessment*, 2024.

⁽⁴⁷⁾ EFRAG, *EFRAG IG 2. Value Chain*, 2024.

⁽⁴⁸⁾ EFRAG, *EFRAG IG 3. List of Datapoints*, 2024.

⁽⁴⁹⁾ EFRAG - TNFD, *TNFD - ESRS. Correspondence Mapping*, 2023.

⁽⁵⁰⁾ GRI - EFRAG, *GRI - ESRS. Interoperability Index*, 2023.

— dell'IFRS *Foundation* ⁽⁵¹⁾.

Con lo stesso obiettivo, peraltro, sono state pubblicate anche delle [Q&A da parte della Commissione europea](#).

Come intuibile, i principi europei di rendicontazione di sostenibilità sono molto articolati e richiedono alle imprese di fornire numerose informazioni, con conseguenti incrementi dei costi amministrativi. Per tale ragione, le istituzioni europee si sono poste l'obiettivo di introdurre **standard proporzionati e pertinenti alle caratteristiche delle PMI** al fine ultimo di ridimensionare i relativi costi di rendicontazione.

In particolare, nel gennaio 2024, l'EFRAG ha pubblicato un **progetto di standard semplificato per le PMI quotate** — lo [European Sustainability Reporting Standard for Listed SMEs \(LSME\)](#) —, il cui stato di avanzamento, tuttavia, è ad oggi interrotto considerando che il pacchetto “*Omnibus I*” non prevede tali principi.

Inoltre, con la [raccomandazione \(UE\) 2025/1710](#), la Commissione europea ha recentemente suggerito alle microimprese e alle PMI non quotate che desiderino comunicare volontariamente informazioni sulla sostenibilità di attenersi agli *standard* volontari predisposti appositamente dall'EFRAG: i [Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMEs - VSME](#) (v. capitolo 3).

3. La *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD) e gli oneri per le imprese incluse nella “catena di attività”.

In tema di informativa di sostenibilità, assume rilevanza anche la [direttiva \(UE\) 2024/1760 \(Corporate Sustainability Due Diligence Directive - CSDDD\)](#) sul dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, in vigore dal luglio 2024, ma non ancora recepita dal legislatore italiano che avrà tempo sino al 26 luglio 2027 ⁽⁵²⁾.

La CSDDD introduce alcuni obblighi connessi alla rilevazione degli impatti negativi sui diritti umani e degli impatti ambientali significativi, effettivi o potenziali, causati dall'attività di impresa; disciplina le ipotesi di responsabilità delle violazioni di detti obblighi; impone, infine, l'adozione e attuazione di un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici ⁽⁵³⁾.

Quanto alla **portata applicativa** della disciplina, la CSDDD si applica alle società che, nell'esercizio di riferimento, alternativamente:

⁽⁵¹⁾ EFRAG - IFRS FOUNDATION, [ESRS - ISSB Standards. Interoperability Guidance](#), 2023.

⁽⁵²⁾ Art 37 CSDDD.

⁽⁵³⁾ Art. 1, par. 1, lett. a) - c), CSDDD.

a) abbiano alle proprie dipendenze più di 1.000 lavoratori e un fatturato netto a livello mondiale superiore a 450.000.000 euro;

b) siano capogruppo di un gruppo che ha raggiunto le soglie di cui alla lettera (a) che precede;

c) rispettino *congiuntamente* le seguenti condizioni:

— hanno concluso accordi di *franchising* o di licenza nell'Unione europea in cambio di diritti di licenza con società terze, indipendenti alla società medesima;

— tali accordi garantiscono un'identità comune, un concetto aziendale comune e l'applicazione di metodi aziendali uniformi;

— tali diritti di licenza ammontano a più di 22.500.000 euro;

— il proprio fatturato netto a livello mondiale è superiore a 80.000.000 euro ⁽⁵⁴⁾.

Nel dettaglio, **gli obblighi derivanti dalla disciplina** includono ⁽⁵⁵⁾:

a) l'integrazione del dovere di diligenza nelle politiche dell'impresa e nei propri sistemi di gestione dei rischi;

b) l'individuazione e valutazione degli impatti negativi effettivi o potenziali e, se necessario, l'attribuzione di priorità ai diversi impatti negativi effettivi e potenziali;

c) la prevenzione e attenuazione degli impatti negativi potenziali, insieme con l'arresto degli impatti negativi effettivi;

d) la riparazione degli impatti negativi effettivamente realizzati;

e) lo svolgimento di un dialogo significativo con gli *stakeholder*;

f) l'instaurazione e il mantenimento di un meccanismo di notifica, tramite cui gli *stakeholder* possano presentare reclami qualora dispongano di informazioni o abbiano timori circa gli impatti negativi, effettivi o potenziali, delle attività delle società tenute al dovere di diligenza, delle loro filiazioni o dei loro *partner* commerciali nella catena di attività;

g) l'instaurazione e il mantenimento di una procedura di reclamo, qualora gli *stakeholder* abbiano un legittimo timore circa gli impatti negativi, effettivi o potenziali, delle attività delle società tenute al dovere di diligenza, delle loro filiazioni o dei loro *partner* commerciali nella catena di attività;

h) il monitoraggio dell'efficacia della politica e delle misure relative al dovere di diligenza;

i) la comunicazione, mediante una dichiarazione annuale pubblicata sul sito *web* dell'impresa, sulle materie disciplinate dalla CSDDD.

Ai sensi della CSDDD come oggi in vigore, in caso di mancato adempimento, intenzionale o per negligenza, degli obblighi di prevenzione degli

⁽⁵⁴⁾ Art. 2, par. 1, lett. a) - c), CSDDD.

⁽⁵⁵⁾ Art. 5, par. 1, lett. a) - b), CSDDD.

impatti negativi potenziali e dell'arresto degli impatti negativi effettivi, sussiste **una responsabilità civile delle società** che abbiano causato un danno a persone fisiche o giuridiche tutelate dal diritto nazionale ⁽⁵⁶⁾.

La CSDDD svolge numerosi richiami ai **partner commerciali**, siano essi diretti o indiretti, al fine di garantire la corretta attuazione del dovere di diligenza lungo la **c.d. catena di attività**.

Focus 2 - Le definizioni rilevanti della CSDDD

Per **partner commerciale diretto** si intende un soggetto “*con il quale la società ha concluso un accordo commerciale connesso alle attività, ai prodotti o ai servizi della società o al quale la società fornisce servizi*” nell’ambito della catena di attività ⁽⁵⁷⁾.

Il **partner commerciale indiretto** è un soggetto “*che non è partner commerciale diretto ma svolge attività commerciali connesse alle attività, ai prodotti o ai servizi*” della società interessata ⁽⁵⁸⁾.

Infine, la **catena di attività** può individuare sia le attività di un *partner commerciale* “*a monte di una società inerenti alla produzione di beni o alla prestazione di servizi da parte di tale società*” sia le attività di un *partner commerciale* “*a valle di una società inerenti alla distribuzione, al trasporto e all’immagazzinamento del prodotto di tale società*” ⁽⁵⁹⁾.

La “catena di attività” rileva quantomeno su quattro fronti.

Anzitutto, le grandi imprese devono preparare un **codice di condotta** che descriva le norme e i principi a cui devono conformarsi anche i *partner commerciali*, insieme con le misure necessarie per verificarne il rispetto ⁽⁶⁰⁾.

In secondo luogo, **l’individuazione e la valutazione degli impatti negativi** — cui sono tenute le imprese di grandi dimensioni — devono comprendere anche quelli causati dai *partner* rientranti nella catena di attività ⁽⁶¹⁾, anche se non direttamente soggetti, questi ultimi, agli obblighi della CSDDD. In proposito, la disciplina suggerisce l’instaurazione di un dialogo con i *partner commerciali*, in particolare in relazione, da un lato, alla prevenzione

⁽⁵⁶⁾ Art. 29 CSDDD.

⁽⁵⁷⁾ Art. 3, par. 1, lett. *f*, *i*), CSDDD.

⁽⁵⁸⁾ Art. 3, par. 1, lett. *f*, *ii*), CSDDD.

⁽⁵⁹⁾ Art. 3, par. 1, lett. *g*), CSDDD.

⁽⁶⁰⁾ Art. 7, par. 1, lett. *b*) e *c*), CSDDD.

⁽⁶¹⁾ Art. 8, par. 1, CSDDD.

e attenuazione dei potenziali impatti negativi ⁽⁶²⁾ e, dall'altro, all'arresto degli impatti negativi effettivi o alla minimizzazione della loro entità ⁽⁶³⁾.

In terzo luogo, è previsto che, se opportuno, l'adempimento degli obblighi di diligenza possa essere attuato anche istituendo **garanzie contrattuali** con i *partner* commerciali, in particolare con riferimento al rispetto del codice di condotta e di un piano d'azione in materia di prevenzione ⁽⁶⁴⁾ e al rispetto del codice di condotta e di un piano d'azione correttivo ⁽⁶⁵⁾.

A chiusura del sistema, è addirittura previsto — pur se come ultima opzione — un **divieto per le grandi imprese di instaurare un nuovo rapporto o di proseguirne uno esistente** con un *partner* commerciale nella catena di attività, nel caso in cui sia impossibile prevenire o attenuare in modo sufficiente gli impatti negativi potenziali ⁽⁶⁶⁾ ovvero nell'ipotesi in cui risulti impossibile arrestare o minimizzare gli impatti negativi effettivi ⁽⁶⁷⁾.

Infine, i *partner* commerciali assumono rilevanza anche con riferimento alla **responsabilità civile** sopra illustrata. Da un lato, una società obbligata ai sensi della CSDDD non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato soltanto dai *partner* commerciali nella sua catena di attività ⁽⁶⁸⁾. Dall'altro, la responsabilità civile della società ai sensi della CSDDD lascia comunque impregiudicata la responsabilità civile dei suoi *partner* commerciali diretti o indiretti nella catena di attività della società stessa ⁽⁶⁹⁾.

4. Le prospettive di riforma della disciplina vigente.

4.1. *Il pacchetto di semplificazione "Omnibus I"*.

Nell'ultimo anno, la Commissione europea ha intrapreso un **processo di semplificazione** della normativa in materia di sostenibilità dell'attività d'impresa, con l'obiettivo di rafforzare la competitività delle imprese a lungo termine, riducendo i costi amministrativi e gli obblighi di informazione ⁽⁷⁰⁾ — per il 25% nel caso di tutte le imprese e per il 35% nel caso delle PMI

⁽⁶²⁾ Art. 10, par. 3, CSDDD.

⁽⁶³⁾ Art. 11, par. 4, CSDDD.

⁽⁶⁴⁾ Art. 10, par. 2, lett. *b*), CSDDD.

⁽⁶⁵⁾ Art. 11, par. 3, lett. *c*), CSDDD.

⁽⁶⁶⁾ Art. 10, par. 6, CSDDD.

⁽⁶⁷⁾ Art. 11, par. 7, CSDDD.

⁽⁶⁸⁾ Art. 29, par. 1, CSDDD.

⁽⁶⁹⁾ Art. 29, par. 5, CSDDD.

⁽⁷⁰⁾ Una spinta importante in questa direzione è stata data dal documento M. DRAGHI, *The Draghi report: In-depth analysis and recommendations (Part B)*, 2024, 318 ss.

entro il 2030 ⁽⁷¹⁾. Sono stati, pertanto, pubblicati diversi c.d. pacchetti “*Omnibus*” che intervengono in settori normativi diversi ⁽⁷²⁾.

In particolare, il pacchetto “*Omnibus I*” del 26 febbraio 2025 reca alcune proposte di modifica di tre discipline europee sulla sostenibilità: la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) relativa all’obbligo di rendicontazione di sostenibilità, esaminata nel par. 2; la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, esaminata nel par. 3; e il [regolamento \(UE\) 2023/956 sul meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere](#).

Ad oggi, il pacchetto “*Omnibus I*” ha raggiunto due risultati.

In primo luogo, è stata adottata la [direttiva \(UE\) 2025/794](#) che **ha posticipato l’applicazione di alcuni obblighi della CSRD e della CSDDD**.

Con riferimento alla **CSRD** (v. Tabella 3) ⁽⁷³⁾:

— l’obbligo di rendicontazione originariamente previsto per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2025 è stato posticipato al 1° gennaio 2027;

— l’obbligo di rendicontazione originariamente previsto per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2026 è stato posticipato al 1° gennaio 2028.

Con riferimento, invece, alla **CSDDD** (v. Tabella 4):

— sono state modificate le date entro cui gli Stati membri sono tenuti a recepire la direttiva ⁽⁷⁴⁾.

In secondo luogo, il processo normativo è maturato, ad oggi, in una posizione del Parlamento europeo adottata il 16 dicembre 2025 ⁽⁷⁵⁾. Tra le principali modifiche, viene **ridotto il campo di applicazione soggettivo** dell’obbligo di predisporre una rendicontazione di sostenibilità ai sensi della CSRD: le imprese interessate sarebbero soltanto quelle con ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiori a 450.000.000 euro e che superano la media di 1.000 dipendenti occupati durante l’esercizio (v. Tabella 5). In questo modo, le imprese obbligate diminuirebbero di oltre l’82% rispetto al campo di applicazione originario della disciplina ⁽⁷⁶⁾. Con riferimento alla

⁽⁷¹⁾ Gli obiettivi degli interventi di semplificazione sono reperibili sul [sito istituzionale della Commissione europea](#). V. anche EUROPEAN COMMISSION, *A simpler and faster Europe: Communication on implementation and simplification*, 2025, COM(2025) 47 final.

⁽⁷²⁾ Tutti i pacchetti “*Omnibus*” sono reperibili sul [sito istituzionale della Commissione europea](#).

⁽⁷³⁾ Art. 1 direttiva (UE) 2025/794; art. 17, comma 1, lett. *b*) e lett. *c*), d.lgs. 125/2024, così come modificato dall’art. 10, comma 1-*bis*, decreto-legge 30 giugno 2025, n. 95.

⁽⁷⁴⁾ Art. 2 direttiva (UE) 2025/794.

⁽⁷⁵⁾ EUROPEAN PARLIAMENT, *Certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements*, 2025, P10_TA(2025)0324.

⁽⁷⁶⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Commission Staff Working Document. Accompanying the documents proposal for a directive of the European parliament and of the council amending*

CSDDD, invece, oltre a una riduzione delle società obbligate (v. Tabella 6) e a un ulteriore slittamento dei termini di applicazione (v. Tabella 4), si intende **eliminare la disciplina sulla responsabilità civile armonizzata** per violazione del dovere di diligenza ai fini della sostenibilità (v. par. 3). Infatti, sia per le società rientranti nel campo di applicazione della direttiva sia per le loro filiazioni e *partner* commerciali, l'eventuale sussistenza della responsabilità per violazione dei doveri di cui alla CSDDD dipenderà dalle specifiche discipline nazionali di recepimento.

Tabella 3. Ambito di applicazione temporale dell'obbligo di rendicontazione di sostenibilità

Soggetti obbligati	Tempistiche originarie ai sensi della CSRD	Nuove tempistiche ai sensi della dir. (UE) 2025/794
Imprese di grandi dimensioni con meno di 500 dipendenti; imprese madri di un grande gruppo con meno di 500 dipendenti su base consolidata	Esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2025	Esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2027
PMI "quotate" (i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato dell'Unione europea)	Esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2026	Esercizio finanziario avente inizio il 1° gennaio 2028

Tabella 4. Ambito di applicazione temporale del dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità

Soggetti obbligati	Tempistiche originarie ai sensi della CSDDD	Nuove tempistiche ai sensi della dir. (UE) 2025/794	Pacchetto "Omnibus I"
Recepimento della direttiva da parte degli Stati membri	26 luglio 2026	26 luglio 2027	26 luglio 2028

*directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements proposal for a directive of the European parliament and of the council amending directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which member states are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements and specifying further steps, 2025, SWD/2025/80 final. Per un'analisi empirica dei diversi ambiti di applicazione, v. A. RASCHE - T. COJIANU - A.G.F. HOEPNER - F. SCHNEIDER, *Scenarios for CSRD Scope Amendments - Advancing Reporting Scope while Reducing Further Burden*, 2025.*

Soggetti obbligati	Tempistiche originarie ai sensi della CSDDD	Nuove tempistiche ai sensi della dir. (UE) 2025/794	Pacchetto "Omnibus I"
Applicazione a società (o a società capogruppo di un gruppo) con più di 5.000 dipendenti e fatturato netto mondiale superiore a 1.500.000 euro	26 luglio 2027	26 luglio 2027	26 luglio 2029
Applicazione a società (o a società capogruppo di un gruppo) con più di 3.000 dipendenti e fatturato netto mondiale superiore a 900.000.000 euro	26 luglio 2028	26 luglio 2028	26 luglio 2029
Applicazione a società (o a società capogruppo di un gruppo) con più di 1.000 dipendenti e fatturato netto mondiale superiore a 450.000.000 euro	26 luglio 2029	26 luglio 2029	26 luglio 2029

Tabella 5. Ambito di applicazione soggettivo dell'obbligo di rendicontazione di sostenibilità

CSRD	Pacchetto "Omnibus I"
Imprese di grandi dimensioni che superano i limiti numerici di almeno due dei seguenti requisiti: <ul style="list-style-type: none"> • 25.000.000 euro di stato patrimoniale • 50.000.000 euro di ricavi netti • 250 dipendenti 	Imprese con <ul style="list-style-type: none"> • ricavi netti superiori a 450.000.000 euro • più di 1.000 dipendenti
PMI "quotate" (i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato membro dell'Unione europea ad eccezione delle microimprese)	[Nessun obbligo per le PMI]

Tabella 6. Ambito di applicazione soggettivo del dovere di diligenza ai fini della sostenibilità

CSDDD	Pacchetto "Omnibus I"
Società con più di 1.000 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale superiore a 450.000.000 euro	Società con più di 5.000 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale superiore a 1,5 miliardi di euro
Società capogruppo di un gruppo che ha raggiunto le soglie precedenti	Società capogruppo di un gruppo che ha raggiunto le (più alte) soglie precedenti

CSDDD	Pacchetto “Omnibus I”
Società che hanno concluso accordi di <i>franchising</i> o di licenza nell’Unione europea in cambio di diritti di licenza con società terze indipendenti, qualora <ul style="list-style-type: none"> • tali accordi garantiscano un’identità comune, un concetto aziendale comune e l’applicazione di metodi aziendali uniformi • tali diritti di licenza ammontino a più di 22.500.000 euro • il fatturato netto a livello mondiale sia superiore a 80.000.000 euro 	Società che hanno concluso accordi di <i>franchising</i> o di licenza nell’Unione europea in cambio di diritti di licenza con società terze indipendenti, qualora <ul style="list-style-type: none"> • tali accordi garantiscano un’identità comune, un concetto aziendale comune e l’applicazione di metodi aziendali uniformi • tali diritti di licenza ammontino a più di 75.000.000 euro • il fatturato netto a livello mondiale sia superiore a 275.000.000 euro

4.2. *La semplificazione dei principi europei di rendicontazione e il principio di rappresentazione corretta.*

Nell’alveo del pacchetto “Omnibus I”, anche l’EFRAG ha cominciato un processo di revisione degli ESRS (v. par. 2.5) ⁽⁷⁷⁾. Due sono, in proposito, i principali obiettivi: ridurre la quantità delle informazioni da rendicontare, da un lato, e migliorare la rappresentazione qualitativa delle informazioni dall’altro.

Anzitutto, **si riducono i c.d. elementi di informazione (*datapoint*) da rendicontare**, per ridimensionare i costi amministrativi e migliorare l’utilizzabilità dei principi di rendicontazione ⁽⁷⁸⁾. I nuovi ESRS, secondo le stime dell’EFRAG, ridurrebbero complessivamente del 71% i *datapoint* informativi e tra il 20% e il 32% i costi di rendicontazione per le imprese ⁽⁷⁹⁾.

Si introduce, inoltre, il nuovo **principio di rappresentazione corretta** (c.d. *fair presentation*), che dovrebbe costituire l’obiettivo ultimo della rendicontazione di sostenibilità. La *fair presentation* rafforza a sua volta gli esistenti principi di rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e comprensibilità delle informazioni, imponendo ulteriormente un’informativa che sia completa, neutrale e accurata ⁽⁸⁰⁾.

L’introduzione del nuovo principio di corretta rappresentazione nell’ambito di un processo di semplificazione risponde a tre principali esigenze. In primo luogo, il principio permetterebbe una **maggiore equiparazione**

⁽⁷⁷⁾ Tutte le informazioni sul processo di semplificazione degli ESRS sono reperibili sul [sito istituzionale dell’EFRAG](#).

⁽⁷⁸⁾ Si intende, cioè, rimuovere gli oneri informativi meno rilevanti, prioritizzare le informazioni quantitative rispetto a quelle narrative e migliorare la distinzione tra *datapoint* obbligatori e volontari; v. EFRAG, *Basis for Conclusions. Draft Amended ESRS*, 2025, 5.

⁽⁷⁹⁾ EFRAG, *Cost-benefit Analysis on the Draft Amended European Sustainability Reporting Standards*, 2025, 5.

⁽⁸⁰⁾ EFRAG, *ESRS S1. General Requirements*, 2025, par. 3, par. 18 e QC5 - QC9.

delle informazioni sulla sostenibilità con quelle finanziarie, considerando la sua diffusione nella reportistica contabile nel contesto internazionale ⁽⁸¹⁾, europeo ⁽⁸²⁾ e nazionale ⁽⁸³⁾. In ogni caso, non si applicherebbe alla rendicontazione di sostenibilità il principio di veridicità che, invece, è conosciuto nell'ambito della reportistica contabile ⁽⁸⁴⁾.

In secondo luogo, il principio di corretta rappresentazione consentirebbe di migliorare l'interoperabilità dei principi di rendicontazione europei con altri *standard* internazionali di rendicontazione. I principi di rendicontazione pubblicati dall'*IFRS Foundation*, in particolare, si poggiano proprio su tale principio ⁽⁸⁵⁾. **Una migliore interoperabilità tra gli *standard* consente**, così, di ridurre i costi di rendicontazione per le imprese e di agevolare gli *stakeholder* nel comparare le diverse rendicontazioni di sostenibilità.

Infine, il principio è volto a rendere più agevole l'applicazione della doppia rilevanza che, secondo le istituzioni europee, non è ancora pienamente compresa ⁽⁸⁶⁾. L'obiettivo è quello di garantire che siano rendicontate soltanto le informazioni effettivamente rilevanti. Infatti:

— da un lato, l'impresa è tenuta a fornire informazioni rilevanti anche in assenza di uno specifico obbligo informativo;

— dall'altro, l'impresa può omettere informazioni formalmente richieste qualora non risultino coerenti con il principio di rappresentazione corretta ⁽⁸⁷⁾.

In conclusione, l'obiettivo di fondo è quello di ribadire che la rendicontazione di sostenibilità non deve essere predisposta per conformarsi formalmente alla normativa, ma deve all'opposto riflettere le specificità dell'impresa

⁽⁸¹⁾ In particolare, il principio è previsto dallo IAS 1 e, a partire dal 1° gennaio 2027, dallo IAS 8. V. IFRS FOUNDATION, *IAS 1. Presentation of Financial Statements*, 2024, par. 15 e IFRS FOUNDATION, *IAS 8. Basis of Preparation of Financial Statements*, 2024, parr. 6A-6C.

⁽⁸²⁾ Art. 28 direttiva 2006/43/CE.

⁽⁸³⁾ Art. 2423 c.c., ulteriormente specificato dai principi predisposti dall'Organismo italiano di contabilità (OIC). V. OIC, *OIC 11. Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*, 2018, parr. 8 ss.

⁽⁸⁴⁾ Questo perché non esistono ancora modelli e metodi sufficientemente consolidati con riferimento alla rendicontazione di sostenibilità. Si pensi, per esempio, alle difficoltà relative all'attestazione di conformità: v. COMMITTEE OF EUROPEAN AUDITING OVERSIGHT BODIES, *CEAOB Guidelines on Limited Assurance on Sustainability Reporting*, 2024, 1.

⁽⁸⁵⁾ IFRS FOUNDATION (nt. 26) e IFRS FOUNDATION, *IFRS S2. Climate-related Disclosures*, 2023.

⁽⁸⁶⁾ ESMA, *Materiality Matters (!). Results of a fact-finding exercise on 2024 corporate reporting practices under ESRS Set 1*, 2025.

⁽⁸⁷⁾ EFRAG, *Public Consultation Survey. Draft Amended ESRS*, 2025, 19.

rendicontante ⁽⁸⁸⁾, così da assicurare una migliore gestione dei rischi e delle opportunità connessi alle questioni di sostenibilità ⁽⁸⁹⁾. L'obiettivo è, in altre parole, quello di **valorizzare la rendicontazione di sostenibilità come strumento utile alla gestione complessiva dell'attività d'impresa**.

5. Gli obblighi di *disclosure* per gli investimenti “sostenibili”.

L'informativa di sostenibilità assume rilevanza anche con riferimento ai **prodotti finanziari**. Considerando il crescente interesse da parte degli investitori al dettaglio (*retail*) e istituzionali per le informazioni e i prodotti finanziari sostenibili, tale informativa è necessaria, in particolare, per i seguenti obiettivi:

a) allocare le risorse finanziarie coerentemente con le preferenze di sostenibilità degli investitori ⁽⁹⁰⁾;

b) aiutare gli investitori, in particolare se al dettaglio, ad allineare gli investimenti con le proprie preferenze di sostenibilità;

c) contenere i rischi di *greenwashing* e *greenhushing*, dove per **greenwashing** si intendono le dichiarazioni, comunicazioni o azioni relative alla sostenibilità che non riflettono in modo chiaro e corretto l'effettivo grado di sostenibilità di un operatore, un prodotto finanziario o un servizio finanziario — così, in definitiva, da ingannare consumatori, investitori e partecipanti al mercato in generale ⁽⁹¹⁾ —, e con il termine **greenhushing** si fa riferimento al fenomeno speculare di mitigazione od omissione dei propri impegni di sostenibilità per il timore di incorrere in sanzioni per *greenwashing* ⁽⁹²⁾.

Questi sono gli obiettivi principali di ulteriori due normative sulla sostenibilità: il regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* - SFDR) e il regolamento (UE) 2023/2631 sulle obbligazioni verdi europee (*EU Green Bond Regulation*).

⁽⁸⁸⁾ Il principio di corretta rappresentazione trasformerebbe l'attuale *compliance framework* in un *fair presentation framework*; v. ACCOUNTANCY EUROPE, *Sustainability Statements Based on ESRS: “Compliance” or “Fair Presentation”?*, 2025, 1.

⁽⁸⁹⁾ ESMA, *Ref: EFRAG's consultation on its Exposure Draft on the revised European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*, 2025, parr. 68-69.

⁽⁹⁰⁾ V. per esempio EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 2018, COM(2018) 97 final.

⁽⁹¹⁾ ESMA, *Progress Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on “greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies”*, 2023, 11.

⁽⁹²⁾ SMSG, *Advice to ESMA. SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing*, 2023, 1 ss. V. anche FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Greenwashing e finanza sostenibile: rischi e risorse di contrasto*, 2022, 7.

Il regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR o regolamento SFD) mira in particolare a mitigare, con una disciplina uniforme in tutto il territorio dell'Unione europea, l'asimmetria informativa relativa alla sostenibilità dei prodotti finanziari e delle scelte di investimento ⁽⁹³⁾.

A tal fine, il regolamento SFD impone ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari alcuni obblighi di informativa di sostenibilità ⁽⁹⁴⁾, distinti in due macrocategorie principali. Da una parte, vi sono le informazioni relative alle modalità con cui i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari prendono in considerazione, in vario modo, i fattori di sostenibilità (c.d. informativa a livello di ente o *entity-based*), come nel caso delle proprie politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità ⁽⁹⁵⁾ nei processi decisionali sugli investimenti ⁽⁹⁶⁾. Dall'altra, devono essere comunicate specifiche informazioni in relazione alla misura di sostenibilità dei prodotti finanziari (c.d. informativa a livello di prodotto o *product-based*).

In particolare:

a) per ciascun prodotto finanziario ⁽⁹⁷⁾ deve essere fornita una spiegazione che indichi se, e in che modo, esso consideri i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità ⁽⁹⁸⁾;

b) se un prodotto finanziario *“promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance”* (prodotto “articolo 8” o *“light green”*), allora devono essere comunicate le informazioni sul rispetto di tali caratteristiche e l'eventuale indice di riferimento scelto ⁽⁹⁹⁾;

c) se un prodotto finanziario *“ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato designato un indice come indice di riferimento”* (prodotto “articolo 9” o *“dark green”*), devono essere comunicate le informazioni su come

⁽⁹³⁾ Considerando 10 del regolamento SFD.

⁽⁹⁴⁾ La categoria dei partecipanti ai mercati finanziari comprende numerosi soggetti, tra cui le imprese di assicurazioni che rendono disponibili un prodotto di investimento assicurativo, le imprese di investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio e i gestori di fondi di investimento alternativi (v. art. 2, par. 1, SFDR).

⁽⁹⁵⁾ Per *“rischio di sostenibilità”* si intende *“un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento”* (art. 2, n. 22), SFDR).

⁽⁹⁶⁾ Art. 3 SFDR.

⁽⁹⁷⁾ La definizione rilevante di *“prodotto finanziario”* è contenuta nell'art. 2, n. 12), SFDR.

⁽⁹⁸⁾ Art. 7, par. 1, lett. a), SFDR.

⁽⁹⁹⁾ Art. 8, par. 1, SFDR.

l'indice sia in linea con l'obiettivo e, inoltre, perché l'indice differisca da un indice generale di mercato ⁽¹⁰⁰⁾.

A seconda dei casi, gli strumenti di comunicazione sono l'informativa precontrattuale ⁽¹⁰¹⁾, il sito *web* ⁽¹⁰²⁾ o le relazioni periodiche ⁽¹⁰³⁾.

L'applicazione del regolamento SFD ha scontato numerose criticità ⁽¹⁰⁴⁾, e si sono verificati, da una parte, prassi di vendita di prodotti inadeguati (c.d. *mis-selling*) ⁽¹⁰⁵⁾ e, dall'altra, dinamiche sia di *greenwashing* sia di *greenhushing* ⁽¹⁰⁶⁾. Per esempio, è accaduto che numerosissimi investimenti (auto)definitisi prodotti *dark green* siano stati poi riqualificati al ribasso ⁽¹⁰⁷⁾.

Simili criticità hanno spinto la Commissione europea ad avviare un **processo di revisione dell'SFDR** ⁽¹⁰⁸⁾. Gli elementi chiave della proposta sono numerosi, tra cui quello di introdurre un sistema (questa volta ufficiale) di **classificazione dei prodotti finanziari "sostenibili"** e quello di **ridurre le informazioni da comunicare** a livello di ente e di prodotto ⁽¹⁰⁹⁾.

Nel primo senso, e recependo prassi vigenti nel settore ⁽¹¹⁰⁾, la classificazione proposta distinguerebbe i prodotti a seconda degli obiettivi di

⁽¹⁰⁰⁾ Art. 9, par. 1, SFDR.

⁽¹⁰¹⁾ Art. 6 SFDR.

⁽¹⁰²⁾ Art. 10 SFDR.

⁽¹⁰³⁾ Art. 11 SFDR.

⁽¹⁰⁴⁾ In particolare, i suoi artt. 8 e 9 sono stati interpretati nella prassi come etichette classificatorie, pur se questa non era l'intenzione del legislatore europeo: v. ESMA, *Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability - related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, 2021.

⁽¹⁰⁵⁾ CONSOB, *L'adeguamento agli obblighi in materia di "finanza sostenibile" nella prestazione dei servizi di investimento*, Richiamo di attenzione n. 1/2024.

⁽¹⁰⁶⁾ D.R. MUÑOZ - M. LAMANDINI - M. SIRI, *The current Implementation of the Sustainability-related Financial Disclosures Regulation (SFDR). With an assessment on how the legislative framework is working for retail investors*, Study requested by the ECON Committee, 2024, 33 ss.; D. LENZI - M. SIRI, *La nuova trasparenza dei prodotti finanziari di sostenibilità*, in M. SIRI - D. LENZI (nt. 3), 87.

⁽¹⁰⁷⁾ H. BIOY, *SFDR: il patrimonio dei fondi Articolo 9 scende di 175 miliardi di euro (-40%) a causa dei downgrade*, in *Morningstar*, 1° febbraio 2023.

⁽¹⁰⁸⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) and repealing Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288*, 2025, COM(2025) 841 final.

⁽¹⁰⁹⁾ Gli obiettivi della proposta sono reperibili sul [sito istituzionale della Commissione europea](#).

⁽¹¹⁰⁾ ESMA, *Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*, 2024 e EUROPEAN COMMISSION, *Commission Recommendation (EU) 2023/1425 on facilitating finance for the transition to a sustainable economy*, 2023.

sostenibilità, introducendo al contempo requisiti minimi per ogni categoria al fine di ridurre i meccanismi di autovalutazione da parte dei soggetti coinvolti ⁽¹¹¹⁾. In ordine decrescente di sostenibilità:

1) la **categoria “sostenibilità”** inquadrebbe i prodotti che contribuiscono a obiettivi di sostenibilità ⁽¹¹²⁾;

2) la **categoria “transizione”** individuerrebbe i prodotti che investono nel processo di transizione di imprese e attività economiche o che contribuiscono a tale transizione ⁽¹¹³⁾;

3) la **categoria “ESG base”** identificherebbe i prodotti che integrano fattori di sostenibilità nella strategia di investimento ma che non soddisfano i criteri della categoria di transizione o di sostenibilità ⁽¹¹⁴⁾.

Manca, invece, una categoria specifica per i prodotti rientranti nella famiglia della finanza di impatto (*impact investing*), rispetto ai quali gli investitori, oltre ad un’aspettativa di rendimento finanziario, mirano a generare un impatto sociale o ambientale positivo e misurabile ⁽¹¹⁵⁾.

Inoltre, e da un lato, la proposta di modifica del regolamento SFD manterrebbe i doveri di comunicazione degli impatti negativi soltanto per i prodotti di transizione e per quelli sostenibili e, dall’altro, abrogerebbe l’informativa generalizzata.

In conclusione, l’obiettivo della proposta è quello di semplificare il percorso di investimento, aiutando gli investitori a scegliere il prodotto di investimento adeguato alle proprie preferenze di sostenibilità e riducendo l’eventualità di *greenwashing* e *greenhushing*.

6. Il procedimento di approvazione e i controlli delle dichiarazioni di sostenibilità.

L’inclusione della rendicontazione di sostenibilità in una sezione dedicata della relazione sulla gestione (v. par. 2.4) ne impone un preciso **procedimento di approvazione** ⁽¹¹⁶⁾. Nel dettaglio:

a) l’*organo amministrativo* ha il compito di redigere e approvare la rendicontazione di sostenibilità;

b) il *collegio sindacale* vigila, nell’ambito delle sue ordinarie funzioni, sul processo di formazione della rendicontazione di sostenibilità;

⁽¹¹¹⁾ Su tali classificazioni, si veda anche GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, *Global Sustainable Investment Review*, 2024, 8 ss.

⁽¹¹²⁾ Proposta del nuovo art. 9 SFDR.

⁽¹¹³⁾ Proposta del nuovo art. 7 SFDR.

⁽¹¹⁴⁾ Proposta del nuovo art. 8 SFDR.

⁽¹¹⁵⁾ EUROSIF, *European SRI Study*, 2018, 36.

⁽¹¹⁶⁾ ASSONIME, *La nuova disciplina sugli obblighi di rendicontazione e informativa societaria in materia di sostenibilità*, Circolare n. 21/2024.

c) l'*assemblea dei soci* recepisce la rendicontazione di sostenibilità, senza approvarla (come nel caso della relazione della gestione);

d) la rendicontazione di sostenibilità viene depositata presso la sede sociale e pubblicata sul sito *web* della società, se esistente.

La disciplina prevede, inoltre, specifici **meccanismi di controllo**, sia interni sia esterni alle imprese rendicontanti, per garantire che la rendicontazione di sostenibilità sia formata rispettando i criteri e i requisiti imposti per legge ⁽¹¹⁷⁾.

Con riferimento ai **controlli interni**, un ruolo centrale è ricoperto dagli amministratori e dal collegio sindacale ⁽¹¹⁸⁾. L'organo amministrativo ha l'obbligo di predisporre adeguati assetti organizzativi per la raccolta delle informazioni richieste nonché di assicurare che le informazioni rendicontate siano fornite in conformità a quanto previsto dalla disciplina ⁽¹¹⁹⁾. In particolare, la rendicontazione deve essere redatta in conformità agli ESRS nel caso in cui essa sia obbligatoria; se, invece, la rendicontazione viene predisposta in via volontaria, allora gli amministratori non sono tenuti al rispetto né degli ESRS né del VSME (v. par. 2.5) — per quanto, come detto più volte, questo consentirebbe alle imprese di beneficiare più facilmente delle opportunità connesse alla rendicontazione di sostenibilità (v. par. 2.2). In ogni caso, nell'adempire a tali obblighi gli amministratori devono agire secondo criteri di professionalità e diligenza ⁽¹²⁰⁾.

Il collegio sindacale, nell'ambito dello svolgimento delle funzioni a esso attribuite dall'ordinamento, ha il dovere di vigilare sull'osservanza della disciplina, riferendone all'assemblea nella relazione annuale ⁽¹²¹⁾. Inoltre, il collegio sindacale deve vigilare sull'esistenza di adeguati assetti organizzativi

⁽¹¹⁷⁾ ESMA, *Final Report on Greenwashing*, 2024.

⁽¹¹⁸⁾ CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 2024 e CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società non quotate*, 2024.

⁽¹¹⁹⁾ Art. 10, comma 1, d.lgs. 125/2024. In caso di inadempimento degli obblighi in capo agli amministratori, il d.lgs. 125/2024 rinvia, nell'ambito delle società quotate, alle sanzioni amministrative di cui all'art. 193, commi 1.2 e 3, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza - TUF), prevedendo ulteriormente un limite pecuniario massimo applicabile per i due anni successivi all'entrata in vigore del decreto. Nel caso delle società non quotate, invece, valgono le regole generalmente previste in materia di responsabilità degli amministratori.

⁽¹²⁰⁾ Art. 10, comma 1, d.lgs. 125/2024.

⁽¹²¹⁾ Art. 10, comma 1, d.lgs. 125/2024. In caso di inadempimento degli obblighi in capo ai membri del collegio sindacale, il d.lgs. 125/2024 rinvia, nell'ambito delle società quotate, alle sanzioni amministrative di cui all'art. 193, commi 1.2 e 3, TUF, prevedendo ulteriormente un limite pecuniario massimo applicabile per i due anni successivi all'entrata in

e prassi operative idonei ad assicurare una rendicontazione tempestiva, completa e attendibile ⁽¹²²⁾.

I **controlli esterni**, invece, possono essere pubblici o privati. Nel caso dei controlli esterni **pubblici**, vengono in rilievo diverse autorità e discipline, sull'assunto che la condotta di *greenwashing* possa, da un lato, ingannare i consumatori e investitori e, dall'altro, creare scorrette distorsioni del fenomeno concorrenziale ⁽¹²³⁾. In particolare:

— per il caso delle rendicontazioni di sostenibilità predisposte dagli emittenti valori mobiliari negoziati su mercati regolamentati e aventi l'Italia quale Stato membro d'origine, l'autorità competente in Italia è la *Consob* ⁽¹²⁴⁾;

— la rendicontazione potrebbe, in generale, essere oggetto di controllo da parte dell'*Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato* (AGCM) sulla base della disciplina a tutela dei consumatori, e in particolare di quella sulle pratiche commerciali sleali di cui alla [direttiva 2005/29/CE](#) e al d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (c.d. Codice del consumo) ⁽¹²⁵⁾;

— sempre in via generale, potrebbe ulteriormente applicarsi la *disciplina a tutela dei concorrenti*, e in particolare l'art. 2598 c.c. sugli atti di concorrenza sleale ⁽¹²⁶⁾.

Con riferimento ai **controlli esterni privati**, l'obiettivo è quello di garantire ancora una volta la massima equiparazione possibile delle informazioni sulla sostenibilità con quelle finanziarie, coinvolgendo soggetti indipen-

vigore del decreto. Nel caso delle società non quotate, invece, valgono le regole generalmente previste in materia di responsabilità dei membri del collegio sindacale.

⁽¹²²⁾ CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società non quotate* (nt. 118), 69.

⁽¹²³⁾ ESMA (nt. 91), 11 ss.

⁽¹²⁴⁾ Artt. 118-*bis* e 154-*ter*, commi 1-*quater* e 7-*bis*, TUF. La disciplina europea, infatti, impone che per le rendicontazioni di sostenibilità degli emittenti quotati l'autorità sia la medesima di quella nel caso delle rendicontazioni contabili: art. 4, parr. 4 e 5, direttiva 2004/109/CE.

⁽¹²⁵⁾ Infatti, di recente la [direttiva 2024/825/UE](#) ha incluso la nozione di “*asserzione ambientale*” nella disciplina sulle pratiche commerciali sleali. V., inoltre, anche EUROPEAN COMMISSION, *Guidance on the implementation/application of Directive 2005/29/EC on unfair commercial practices*, 2016, SWD/2016/0163 final. V. anche Consiglio di Stato, 23 aprile 2024, n. 3701, su cui v. M. MOZZARELLI, *Asserzioni ambientali e responsabilizzazione dei consumatori*, in M. SIRI - D. LENZI (nt. 3), 419.

⁽¹²⁶⁾ V. Trib. Gorizia, 26 novembre 2021, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1257 che ha qualificato la comunicazione di asserzioni ambientali molto generiche come atto di concorrenza sleale ai sensi dell'art. 2598, comma 3 c.c.: v. M. MOZZARELLI (nt. 125), 419.

denti ⁽¹²⁷⁾ e adeguatamente preparati con riferimento specifico alla sostenibilità ⁽¹²⁸⁾. In proposito, i revisori legali e i prestatori indipendenti di servizi di attestazione della conformità svolgono un “*incarico finalizzato ad acquisire un livello di sicurezza limitato*”: le conclusioni, cioè, sono espresse in forma negativa dichiarando di non aver rilevato elementi per poter concludere che siano presenti inesattezze rilevanti ⁽¹²⁹⁾. In particolare, si deve tenere conto che ⁽¹³⁰⁾:

— il revisore legale è abilitato non solo a svolgere la revisione legale dei conti ma anche, se del caso, il lavoro finalizzato all’attestazione di conformità della rendicontazione di sostenibilità ⁽¹³¹⁾;

— il prestatore indipendente di servizi di attestazione della conformità è, invece, un organismo di valutazione della conformità accreditato appositamente (in Italia: da Accredia) ⁽¹³²⁾.

In conclusione, pur con alcuni dubbi, **il legislatore europeo ha potenziato i controlli sia interni sia esterni della rendicontazione di sostenibilità rispetto alla previgente normativa**. Questo, almeno per due ragioni. Da una parte, l’obiettivo è quello di migliorare l’attendibilità delle informazioni ⁽¹³³⁾, assicurando un controllo specializzato sulla rendicontazione. Dall’altra, costruendo una disciplina armonizzata, il legislatore europeo intende anche incentivare le richieste volontarie di attestazione della conformità, al fine di contenere pratiche di *greenwashing*.

⁽¹²⁷⁾ Sono, in particolare, previste specifiche regole sulle materie d’esame, sul tirocinio e sull’albo di riferimento, nonché sul fondamentale principio di indipendenza. V. l’art. 25-ter direttiva 2006/43/CE e gli artt. 10 e 11 d.lgs. 125/2024.

⁽¹²⁸⁾ V. artt. 8, 10, 14 e 16 direttiva 2006/43/CE, recepiti in Italia con gli artt. 1, 2, 3 e 4 d.lgs. 125/2024.

⁽¹²⁹⁾ Art. 34, par. 1, lett. *a-bis*), direttiva 2013/34/UE; art. 8, comma 4, d.lgs. 125/2024. Tale incarico si distingue da quello, invece, finalizzato ad acquisire un livello di ragionevole sicurezza, per cui il professionista formula “*le proprie conclusioni in forma positiva esprimendo un giudizio basato sulla valutazione dell’oggetto della verifica alla luce di criteri predefiniti*” (considerando 60 della CSRD). Quest’ultimo è il caso, in particolare, del livello di attestazione ad oggetto l’informativa finanziaria da parte del revisore legale.

⁽¹³⁰⁾ Per un approfondimento, v. A. PERICU, *I fornitori di servizi di assurance*, in M. SIRI - D. LENZI (nt. 3), 369.

⁽¹³¹⁾ Art. 2, n. 2), direttiva 2006/43/CE.

⁽¹³²⁾ Art. 2, n. 23), direttiva 2006/43/CE. Ulteriori informazioni sono reperibili sul [sito di Accredia](#).

⁽¹³³⁾ Si tratta, questa, di un’esigenza generale connessa alla sostenibilità: L. ENRIQUES - A. ROMANO - M. BAIO, *Le certificazioni di sostenibilità*, in M. SIRI - D. LENZI (nt. 3), 345.

7. Conclusioni.

La progressiva integrazione delle informazioni ESG nel sistema informativo societario, compiuta dal legislatore europeo e italiano, ribadisce e valorizza sempre più la **funzione strategica dell’informativa di sostenibilità**. Essa, in particolare, risponde a due esigenze complementari l’una all’altra: da una parte, soddisfare le richieste di informazioni sulla sostenibilità da parte degli *stakeholder*, siano essi consumatori, investitori, *partner* commerciali, istituti di credito e comunità in generale (v. par. 2.2); dall’altra, integrare e supportare il sistema di governo dell’impresa, consentendole di individuare ed eventualmente gestire i rischi connessi alla sostenibilità (v. par. 2.3).

In questo senso, la direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD) e i principi europei di rendicontazione di sostenibilità (ESRS) mirano ad assicurare una rendicontazione di sostenibilità efficace e attendibile, a beneficio sia degli *stakeholder* sia dell’impresa rendicontante (v. par. 2). La direttiva (UE) 2024/1760 (CSDDD) impone alle grandi imprese un obbligo di diligenza ai fini della sostenibilità, considerando l’informativa di sostenibilità uno strumento essenziale per il rispetto della disciplina (v. par. 3). Il regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) introduce alcuni obblighi di informativa di sostenibilità per i consulenti finanziari e i partecipanti ai mercati finanziari, a conferma della rilevanza di tali informazioni anche per i processi decisionali di investimento (v. par. 5).

La centralità dell’informativa di sostenibilità non viene meno nemmeno in considerazione del processo di semplificazione della normativa avviato con il pacchetto “*Omnibus I*” (v. par. 4). Pur se esso mira a ridurre la quantità delle imprese tenute alla rendicontazione di sostenibilità obbligatoria, incentiva al contempo le imprese, soprattutto le PMI, a rendicontare su base volontaria. È ribadito, in ogni caso, il ruolo della rendicontazione come strumento ormai essenziale per gli *stakeholder* e per le imprese che intendano gestire i propri rischi finanziari o profili di attività connessi alla sostenibilità.

Sono già stati illustrati alcuni degli *stakeholder* interessati alla rendicontazione di sostenibilità, da un lato, e alcuni dei rischi di sostenibilità potenzialmente rilevanti per l’impresa dall’altro (v. par. 2.2. e 2.3). Tra gli altri, **l’informativa di sostenibilità esplica un ruolo determinante nei rapporti con il mercato dei capitali e con il sistema finanziario**. Proprio la crescente centralità delle informazioni ESG nelle decisioni di investimento e di finanziamento rende necessario interrogarsi sul modo in cui tali informazioni vengono utilizzate da banche e investitori istituzionali, nonché sulle relative conseguenze per l’accesso al capitale e per le condizioni di finanziamento delle imprese. È a questi profili che è dedicato il capitolo successivo, nel quale l’attenzione si sposta dal piano dell’informazione a quello delle scelte allocative delle risorse.

CAPITOLO 2

BANCHE E INVESTITORI ISTITUZIONALI

di *Federico Marzo* e *Umberto Rosa*

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive: l'importanza dell'informativa di sostenibilità per gli investitori. — 2. Investimenti “sostenibili”. — 2.1. La finanza sostenibile al centro dell'agenda politica dell'Unione europea. — 2.2. Gli investimenti “socialmente responsabili”. — 3. (*Segue*). L'*impact investing* e gli strumenti finanziari obbligazionari sostenibili. — 4. Gli investitori istituzionali come protagonisti della finanza sostenibile: strategie di *engagement* e disinvestimento. — 5. Banche e sostenibilità: l'impatto dei fattori ESG sull'attività bancaria. — 6. (*Segue*). Le conseguenze per l'impresa al momento di accesso al credito bancario: valutazione dei rischi climatici e condizioni di finanziamento. — 7. Conclusioni.

1. Considerazioni introduttive: l'importanza dell'informativa di sostenibilità per gli investitori.

La conoscenza dell'impatto di sostenibilità dell'impresa, nell'accezione della doppia materialità (cap. 1, par. 2.3), è oggi strumento utile, se non indispensabile nel dialogo con gli investitori.

Da un lato, una informativa di sostenibilità accurata e affidabile consente all'impresa di interagire con quegli investitori interessati ad investimenti “sostenibili” in senso lato, aprendosi a nuove opportunità di finanziamento (*infra* parr. 2, 3 e 4).

Dall'altro, banche e intermediari finanziari sono ormai tenuti, da regole nazionali ed europee, a considerare i fattori ESG nella valutazione del rischio dell'investimento, con la conseguenza che essi necessitano di conoscere alcune informazioni relative all'impatto di sostenibilità delle imprese richiedenti un finanziamento. La conoscenza della sostenibilità dell'attività d'impresa è dunque divenuta essenziale anche per accedere ai canali tradizionali di raccolta del capitale (*infra* parr. 5 e 6).

In definitiva, **la predisposizione di una informativa di sostenibilità accurata e chiara può incidere in modo significativo sulle opportunità di finanziamento dell'impresa.**

2. Investimenti “sostenibili”.

2.1. *La finanza sostenibile al centro dell'agenda politica dell'Unione europea.*

Il raggiungimento degli obiettivi politici fissati dall'[Accordo di Parigi](#), dal [Green Deal Europeo](#) e dai [Sustainable Development Goals](#) delle Nazioni Unite, di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e di perseguimento della neutralità climatica dell'Unione europea entro il 2050, necessita, in larga misura, del coinvolgimento del sistema finanziario e degli attori che in esso operano ⁽¹⁾. In un contesto in cui le risorse pubbliche da destinare alla transizione *green* si mostrano insufficienti (si stima che siano necessari circa 180 miliardi di euro supplementari ogni anno), la Commissione europea ha pubblicato nel 2018 il [Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile](#), delineando strategie e misure per incentivare gli investimenti privati a favore della transizione sostenibile dell'economia reale ⁽²⁾.

In questo contesto, le istituzioni europee hanno inteso promuovere un sistema finanziario improntato a sostenere le imprese nella transizione verso un modello di attività più sostenibile, muovendosi su due direttrici principali:

a) creando un quadro normativo dedicato agli investimenti qualificabili come “sostenibili”, dove per **finanza sostenibile** si intende “*il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine*” ⁽³⁾, al fine ultimo di creare le condizioni per accrescere la fiducia dei partecipanti ai mercati finanziari in queste forme di investimento;

b) introducendo **nuove regole che impongono alle banche di considerare il rischio di sostenibilità** (ambientale su tutti) **nei propri processi interni di valutazione** (*infra* par. 5 e 6).

Tra gli interventi paradigmatici di questo nuovo assetto regolatorio si segnalano: il regolamento (UE) 2019/2088 ([Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR](#), già esaminato nel cap. 1, par. 5), che introduce specifici

⁽¹⁾ EUROPEAN COMMISSION, [Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy](#), COM(2021) 390 final; EUROPEAN COMMISSION, [EU taxonomy for sustainable activities. What the EU is doing to create an EU-wide classification system for sustainable activities](#), 2025; v. UNITED NATIONS CLIMATE CHANGE (UNCC), [The Paris Agreement](#), 2015; sull'importanza del coinvolgimento degli operatori finanziari, v. il considerando n. 10 del regolamento (UE) 2020/852.

⁽²⁾ EUROPEAN COMMISSION, [Action Plan: Financing Sustainable Growth](#), 2018, COM(2018) 97 final, 2 ss.

⁽³⁾ *Ivi*, 2 ss.

obblighi di trasparenza e di *reporting* in capo a banche e investitori istituzionali in materia di sostenibilità, con riferimento alle esposizioni e agli investimenti detenuti in portafoglio; il [regolamento UE 2020/852 \(c.d. regolamento Tassonomia\)](#), con cui il legislatore delinea con precisione i criteri con cui misurare l'ecosostenibilità di un'attività economica e, di riflesso, l'ecosostenibilità dell'investimento in essa ⁽⁴⁾; e gli interventi di integrazione della disciplina prudenziale rivolta a banche e intermediari finanziari, al fine di imporre loro l'integrazione e la considerazione dei rischi climatici nelle valutazioni inerenti il rischio di credito, includendoli nell'analisi sul merito creditizio della controparte (*infra* par. 6).

In questo contesto, diviene importante per le banche, gli investitori professionali e, più in generale, i partecipanti ai mercati finanziari, avere accesso a informazioni attendibili e comparabili circa la sostenibilità delle imprese potenzialmente destinatarie di nuovi investimenti ⁽⁵⁾.

2.2. *Gli investimenti "socialmente responsabili".*

La finanza sostenibile nasce come prassi di mercato prima ancora che come oggetto di regolazione. È significativo che, con il supporto delle Nazioni Unite, i maggiori investitori internazionali abbiano spontaneamente aderito a un documento finalizzato a individuare un quadro regolatorio minimo per gli investimenti sostenibili e responsabili (*Sustainable and Responsible Investment*, c.d. SRI) ⁽⁶⁾, intesi come quegli investimenti che:

- sono orientati a un **rendimento nel lungo periodo**;
- **integrano aspetti sociali e ambientali** nella valutazione dei soggetti e progetti destinatari dei finanziamenti ⁽⁷⁾.

⁽⁴⁾ In particolare, il regolamento Tassonomia definisce come "**sostenibili**" le imprese che, nell'esercizio della propria attività principale adottano misure tese a ridurre il proprio impatto ambientale, controllando: (i) le **emissioni** di gas a effetto serra; (ii) gli effetti del **cambiamento climatico** e (iii) favorendo la transizione verso un'**economia circolare**; così art. 9 regolamento (UE) 2020/852.

⁽⁵⁾ V. I. GIRAUDDO, *L'informativa di sostenibilità*, in Questo Volume.

⁽⁶⁾ Per una panoramica sulla diffusione di tali principi e sul crescente numero di sottoscrittori, oltre 3.000 a livello globale nel 2019, v. PRINCIPLES OF RESPONSIBLE INVESTMENT, *Un'iniziativa del mondo della finanza in collaborazione con l'UNEP FI e l'UNGC*, 2019.

⁽⁷⁾ I SRI sono definiti come "*un approccio di investimento orientato al lungo periodo che integra i fattori ESG nei processi di ricerca, analisi e selezione dei titoli all'interno di un portafoglio di investimento. Esso combina l'analisi fondamentale e l'attività di engagement con la valutazione dei fattori ESG, al fine di cogliere meglio i rendimenti di lungo termine per gli investitori e di generare benefici per la collettività, influenzando i comportamenti delle imprese*"; per una panoramica completa v. il [sito istituzionale dell'European Sustainable Investment Forum](#).

Nel dettaglio, vengono individuate sette tipologie principali di investimento “SRI” (v. Tabella 1).

Tabella 1. Strategie di investimento SRI

Exclusion	Esclusione totale dall'investimento in specifici settori industriali (es. produzione di armi, combustibili fossili, tabacco).
Sustainability-themed investments	Inclusione di determinati investimenti in ragione della loro intrinseca natura sostenibile (es. investimenti in energie rinnovabili).
Best-in-class	Finanziamenti a favore di imprese che hanno ottenuto un punteggio elevato nei <i>rating</i> ESG del settore industriale di riferimento.
Norms-based screening	Considerazione degli <i>standard</i> normativi applicati in materia di diritti umani, protezione ambientale e tutela dei lavoratori, oppure dell'adesione a convenzioni internazionali in materia sociale o ambientale.
Integrazione dei fattori ESG	Valutazione sul grado di inclusione di fattori ESG nell'attività.
Engagement e voting	Considerazione del livello di dialogo su questioni di sostenibilità assicurato agli investitori.
Impact investing	Investimenti finalizzati a realizzare un impatto sociale e ambientale definitivo e misurabile.

Queste strategie sono spesso adottate in modo combinato tra loro ⁽⁸⁾. Si pensi al caso in cui l'investitore escluda dal proprio portafoglio settori rischiosi dal punto di vista ESG ⁽⁹⁾ attraverso tecniche di “*screening escludente*” come, ad esempio, imprese operanti nel settore dei combustibili fossili, prediligendo, all'opposto, processi di selezione dei titoli che favoriscano le imprese con i migliori risultati ESG nel rispettivo settore di appartenenza (c.d. “*best in class*”). Ancora, vi possono essere preferenze di investimento fondate sul “*norms-based screening*”, escludendo soggetti e strumenti finanziari non conformi a principi e *standard* internazionali, indipendentemente dal settore di appartenenza ⁽¹⁰⁾.

Conoscere le differenti strategie per realizzare investimenti SRI, risulta determinante sia per gli investitori, sia per le imprese. I primi, si assicurano

⁽⁸⁾ GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (GSIA), *Global Sustainable Investment Review*, 2024, 8 ss.; G. GIANFRATE - L. ZANETTI, *Un'analisi empirica sull'engagement degli investitori istituzionali*, in M. SIRI - D. LENZI (a cura di), *Sostenibilità e informativa al mercato*, Milano, 2026, 197 ss.

⁽⁹⁾ M. ORLANDI, *Strategie ESG e impatti sul modello di business per un investitore istituzionale*, in *Amministrazione e Finanza*, 2022, I, 57.

⁽¹⁰⁾ M. BOWINKEL - E. ALAIO - E. SOBACCHI, *La finanza sostenibile e i Green Bonds*, in *Amministrazione e Finanza*, 2022, 4, III ss.

la detenzione in portafoglio di *asset* conformi a profili di sostenibilità ambientale e sociale; le seconde, invece, tenendo in considerazione le preferenze degli investitori, si assicurano un vantaggio competitivo nella ricerca di finanziamenti.

Tra le tecniche di investimento “socialmente responsabile”, **l’*impact investing* ha nel tempo acquisito una particolare attenzione anche da parte di investitori meno sofisticati**. È qualificabile come “*investimento d’impatto*” ogni investimento che soddisfi i seguenti requisiti:

1) l’intenzionalità dell’investitore di **generare un impatto sociale o ambientale individuato o individuabile** (*intentionality*);

2) l’aspettativa di un **rendimento economico che motiva l’investitore** (c.d. *additionality* relativa sia all’interesse finanziario, sia a quello non finanziario);

3) **la misurabilità dell’impatto**, fondamentale per assicurare trasparenza e *accountability* ⁽¹¹⁾.

Gli investimenti ad impatto mostrano, soprattutto nel panorama italiano, **grandi potenzialità, in parte ancora inesprese**. I capitali impiegati nella finanza d’impatto hanno raggiunto in Italia 9,3 miliardi di euro nel 2022 (incremento del 60% rispetto ai 5,8 miliardi nel 2020), contribuendo non solo all’apporto di nuove risorse, ma aumentando la competitività stessa delle imprese beneficiarie ⁽¹²⁾. L’*impact investor*, infatti, spesso risponde a esigenze specifiche del soggetto destinatario del finanziamento, apportando competenze anche dal punto di vista organizzativo e strategico, pianificando nel dettaglio i passi da compiere per generare un impatto positivo. **In altri termini, l’*impact investing* diviene un vero e proprio strumento di crescita per l’impresa beneficiaria, sia dal punto di vista finanziario, sia per quanto attiene all’assetto strategico-organizzativo** ⁽¹³⁾. Si pensi, ad esempio ai *green loans* bancari, in cui si prevede un tasso di interesse che si riduca in modo proporzionale alla riduzione delle emissioni di gas a effetto serra dell’impresa beneficiaria.

Nonostante l’*impact investing* sia una delle strategie per realizzare investimenti definibili come “*sostenibili e responsabili*” (SRI), oltre che esserne una sottocategoria, i due approcci non sono assimilabili. Mentre gli investi-

⁽¹¹⁾ F. BANDINI - F. PALLARA, *Impact Investing: il quadro italiano*, Università di Bologna-Yunus Social Business Center (YSBC), 2021, 158 ss.; SOCIAL IMPACT AGENDA PER L’ITALIA, *Progettare l’innovazione sociale: Impact Investment e Fondi UE*, 2021, 11.

⁽¹²⁾ V. il [comunicato stampa](#) del Fondo italiano d’investimento e Human Foundation, 2025, 2. Si stima che in Europa il mercato valga circa 230 miliardi di euro, triplicato rispetto agli 80 miliardi nel 2021.

⁽¹³⁾ SOCIAL IMPACT AGENDA PER L’ITALIA, *Reporting d’impatto: un’occasione per rafforzare l’addizionalità dell’impact investing*, 2025, 4.

menti SRI tendono a considerare, nelle proprie decisioni di investimento, profili di rischio sociale e ambientale al fine di contenere il rischio *finanziario* dell'investimento, **gli investimenti ad impatto intendono generare concretamente, con quel singolo investimento, un beneficio sociale e ambientale misurabile, che diviene la ragione stessa dell'investimento** ⁽¹⁴⁾. I *green bonds*, *social bonds* o *sustainability-linked bonds* ne sono l'esempio più noto.

3. (Segue). L'*impact investing* e gli strumenti finanziari obbligazionari sostenibili.

La forma principale di *impact investing*, in quanto oggetto di una domanda in costante crescita, sono senza dubbio i *green bonds* (con le diverse sottocategorie, quali i *transition bonds* o i *blue bonds*) ⁽¹⁵⁾.

Si tratta di **strumenti obbligazionari** (in inglese "*bonds*") **in cui, oltre a garantire all'investitore un rendimento finanziario** (al pari o talvolta inferiore rispetto a quelli di altri titoli obbligazionari presenti sul mercato), **l'emittente si impegna a destinare parte dei proventi dell'emissione al finanziamento o al rifinanziamento, totale o parziale, di progetti ad impatto ambientale misurabile** (per i, più diffusi, *green bonds*) **o ad impatto sociale misurabile** (per i "*social*" *bonds*) ⁽¹⁶⁾.

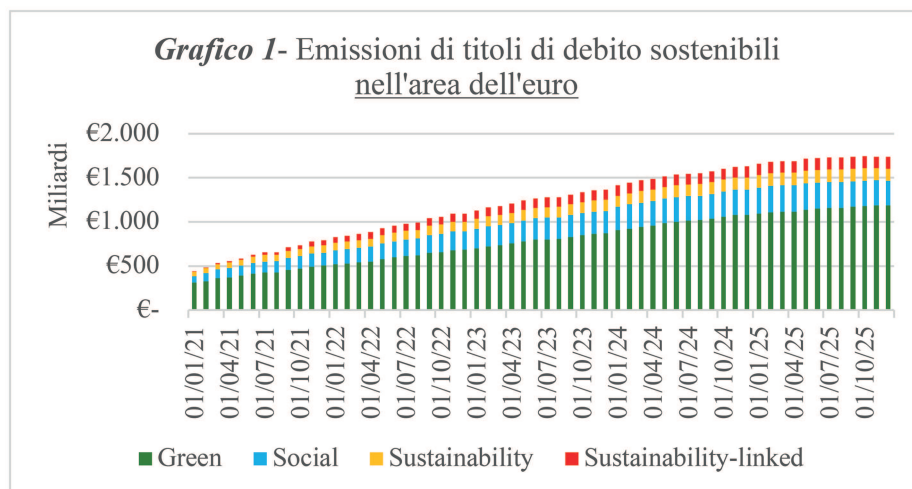
Nonostante un difficoltoso esordio nel 2007, ad oggi il mercato dei *green bonds* si mostra estremamente appetibile sia per gli investitori, istituzionali e *retail*, sia per le imprese emittenti, con numeri di emissione in costante crescita ⁽¹⁷⁾.

⁽¹⁴⁾ D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Società*, 2021, 1, 118.

⁽¹⁵⁾ GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT, *La crescita dei Green Bonds, un mercato da 1.500 miliardi di euro*, 2023, 2 ss.; EUROPEAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM, *EU sustainable finance: a competitive advantage for a resilient Europe*, 2025, 27. Nel 2023 la domanda per alcuni *green bonds* negoziati in euro ha superato di oltre 3,2 volte la domanda di altre obbligazioni disponibili sul mercato. Si fa riferimento, a titolo di esempio, alle emissioni di *green bonds* da parte di alcune società italiane che hanno ricevuto ordini 5,5 volte superiori rispetto all'offerta.

⁽¹⁶⁾ INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION, *I Principi dei Green Bonds. Linee Guida procedurali non vincolanti per l'Emissione di Green Bonds*, 2025, 2.

⁽¹⁷⁾ GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT, *Guida al mercato dei green bonds. Finanziare la transizione climatica*, 2024, 6. Si stima, in particolare, che il mercato dei *green bonds* abbia raggiunto nel 2024 un valore mondiale pari a 2.500 miliardi di euro, con l'Unione europea quale principale mercato.



Fonte: elaborazione propria su dati BCE, *Centralised Securities Database (CSDB)*.

Nel contesto italiano, questi particolari titoli obbligazionari sono classificati come **strumenti finanziari di investimento in capitale di debito ai quali si applica la disciplina sull'emissione di obbligazioni per le società per azioni e titoli di debito di società a responsabilità limitata** (anche *mini-bonds* se ne sussistono i presupposti di legge) ⁽¹⁸⁾.

Nella prassi, oltre al rispetto della normativa in tema di strumenti finanziari di debito dell'ordinamento applicabile all'emissione, la maggioranza delle emissioni di *bonds* sostenibili si dichiara allineata, su base volontaria, alle linee guida pubblicate dall'*International Capital Market Association (ICMA)*, su *green bonds* (**Green Bonds Principles**) e *social bonds* (**Social Bonds Principles**), che per prima ha cercato di introdurre un quadro di regole uniforme per tali emissioni, raccomandando una serie di impegni di *disclosure* aggiuntivi relativi agli impegni ambientali o sociali (in fase di emissione, come *report* periodici, e al termine dell'allocazione dei proventi), oltre a suggerire il ricorso ad enti terzi che possano attestare la realizzazione dell'impatto ambientale o sociale promesso ⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁸⁾ Sulla qualificazione di tali strumenti da un punto di vista del diritto interno, v. I. CERANA, *Green Bonds: una nuova sfida negoziale per il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità*, in *Le Società*, 2025, 8/9, 935 ss.

⁽¹⁹⁾ I *Green Bonds Principles* e i *Social Bonds Principles* fissano le linee guida per l'emissione di *green* o *social bonds*, prevedendo adempimenti aggiuntivi con riguardo alle informazioni comunicate agli investitori. In particolare, con l'adesione, l'emittente si impegna a rendere pubblici: (a) i processi di valutazione dei progetti, (b) la gestione e l'utilizzo dei proventi, (c) condurre una costante attività di *reporting* a favore degli investitori.

Oggi, i titoli obbligazionari *green* scambiati nell'Unione europea possono ottenere la qualifica di **European Green Bonds** o **EuGB**, nel caso in cui presentino caratteristiche conformi a quanto previsto dal [regolamento \(UE\) 2023/2631 \(regolamento “EuGB”\)](#) ⁽²⁰⁾. L'adesione a tale modello è volontaria, ma la stessa permette di emettere *bonds* qualificabili come EuGB, acquisendo, quest'ultima, una funzione distintiva nel mercato e attribuendo ai *green bonds* una sorta di marchio di qualità di “*alto livello*” facilmente riconoscibile dagli investitori ⁽²¹⁾.

Nel dettaglio, **l'emittente che intende attribuire alle proprie obbligazioni verdi la denominazione di “EuGB”, dovrà:**

- conformarsi alle previsioni contenute nel regolamento (UE) 2023/2631 in tema di utilizzo dei proventi ⁽²²⁾, obblighi informativi ⁽²³⁾, revisione esterna da parte di un soggetto terzo autorizzato ⁽²⁴⁾;
- utilizzare i proventi per finanziare attività economiche che siano considerate ecosostenibili alla luce del regolamento Tassonomia ⁽²⁵⁾.

Il ricorso a strumenti di *impact investing* (come gli strumenti obbligazionari sostenibili) può interessare le imprese in due modi:

1) in quanto **emittente** di *green* o *social bonds*, raccogliendo risorse da destinare al finanziamento di progetti con un positivo impatto a livello ambientale o sociale propri o di terzi;

2) in quanto **beneficiari** dei proventi delle emissioni di *green* o *social bonds* emessi da altri; si pensi al caso di emissioni bancarie di *social bonds* finalizzate a reperire fondi da destinare al finanziamento dell'imprenditoria sociale o giovanile a condizioni di prestito più favorevoli rispetto a quelle normalmente praticate sul mercato.

Focus 1 - Il segmento ESG su Borsa Italiana

Dal 2017 è presente su Borsa Italiana uno specifico [segmento ESG](#) dedicato ai *bonds* sostenibili e trasversale ai già esistenti segmenti obbligazionari MOT, ExtraMOT ed Euro TLX ⁽²⁶⁾. La società che intende emettere obbligazioni su tali segmenti deve redigere un prospetto — se si tratta di grandi imprese emittenti titoli con un controvalore superiore

⁽²⁰⁾ Artt. 1 e 3 regolamento (UE) 2023/2631.

⁽²¹⁾ EUROPEAN COMMISSION, [Lo standard europeo per le obbligazioni verdi: sostenere la transizione](#), dove si fa riferimento ad un vero e proprio “*gold standard*” per i *green bonds* aderenti al regolamento 2023/2631.

⁽²²⁾ Artt. 4-8 regolamento (UE) 2023/2631.

⁽²³⁾ Artt. 10-12, 14, 15 regolamento (UE) 2023/2631.

⁽²⁴⁾ Artt. 8, 9, 12 regolamento (UE) 2023/2631.

⁽²⁵⁾ Considerando n. 11 regolamento (UE) 2023/2631.

⁽²⁶⁾ V. il [sito di Borsa Italiana](#).

ai 200 milioni di euro — o, se si tratta di PMI, un più snello documento di ammissione ⁽²⁷⁾. In questo secondo caso, le informazioni che devono essere comunicate al pubblico riguardano:

- a)** i fattori di rischio dell'emittente e dello strumento di debito;
- b)** la struttura organizzativa e la compagine sociale dell'emittente;
- c)** le caratteristiche degli strumenti finanziari emessi;
- d)** ragioni dell'offerta e utilizzo dei proventi ⁽²⁸⁾.

Ai fini dell'ammissione alla quotazione sui segmenti ESG, l'emittente deve mettere a disposizione del mercato e di Borsa Italiana la certificazione di un soggetto terzo e indipendente, attestante la conformità dello strumento finanziario di cui si richiede la quotazione a criteri e standard ESG e di sostenibilità ⁽²⁹⁾.

Rilevante in tal senso risulta la possibilità di richiedere ad operatori specializzati, oltre alla menzionata certificazione, il *rating* delle obbligazioni verdi o sociali riguardante due aspetti principali:

- a)** le **performance finanziarie** (come, ad esempio, la probabilità di *default* o la prospettiva di rendimento);
- b)** il **grado di conformità** dell'emittente e dei *bonds* a criteri di sostenibilità e fattori ESG.

L'obiettivo, prevedendo l'accesso a segmenti di mercato facilmente fruibili da investitori istituzionali e *retail*, è quello di **garantire massima visibilità alle imprese** — soprattutto di piccole e medie dimensioni — che desiderano finanziare piani di sviluppo in linea con gli obiettivi di sostenibilità ambientale o sociale.

4. Gli investitori istituzionali come protagonisti della finanza sostenibile: strategie di *engagement* e disinvestimento.

Nonostante l'interesse per gli investimenti sostenibili sia in costante crescita anche tra gli investitori *retail*, il loro contributo rimane ancora marginale, soprattutto rispetto a quegli strumenti destinati al finanziamento diretto delle imprese ⁽³⁰⁾. Gli investitori istituzionali, quali **fondi pensione**,

⁽²⁷⁾ M. BOWINKEL - E. ALAIO - E. SOBACCHI, (nt. 10), III ss.

⁽²⁸⁾ *Ivi*, III ss.

⁽²⁹⁾ [Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A](#), 2025, 33.

⁽³⁰⁾ GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (nt. 8), 5. Si stima infatti che la capitalizzazione di mercato dell'economia *green* sia arrivata a circa 7,9 trilioni di dollari nel 2024; AA.Vv., [La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea](#), Quaderno di Finanza sostenibile Consob n. 1/2021, 48-49. In particolare, si evidenzia come la propensione agli investimenti ESG sia più elevata tra individui giovani, con livelli di istruzione più alti e tra le donne, anche

casce di previdenza, fondazioni bancarie e compagnie assicurative, al contrario, sono tra i principali attori della finanza sostenibile ⁽³¹⁾.

Sempre più di frequente, questi fondi integrano i criteri di sostenibilità nell'individuazione dei titoli da inserire in portafoglio, avvalendosi delle valutazioni realizzate da **agenzie di rating specializzate nella valutazione dell'impatto sociale e ambientale delle imprese** (o, sempre più spesso, di strumenti di intelligenza artificiale) ⁽³²⁾. Per i grandi investitori, infatti, così come per le banche (di cui si dirà *infra* parr. 5 e 6), la valutazione del merito dell'investimento — e del profilo di rischio complessivo — dovrebbe considerare il grado di allineamento dell'impresa a fattori ESG (v. *infra* par. 5) ⁽³³⁾.

Le principali strategie mediante le quali gli investitori istituzionali integrano aspetti di sostenibilità alle proprie preferenze di investimento sono due: l'*engagement* e il disinvestimento ⁽³⁴⁾.

Con l'*engagement*, l'investitore instaura un confronto con le società in cui investe sulle questioni di sostenibilità, allo scopo ultimo di influenzare i comportamenti dell'impresa e aumentarne il grado di trasparenza. Questo approccio, per risultare efficace, deve basarsi su un rapporto di medio-lungo periodo, concretizzandosi in investimenti in capitale di rischio, mediante le quali l'investitore esercita la propria influenza per mezzo dell'esercizio dei diritti sociali (*in primis*, il diritto di voto in assemblea dei soci); è il c.d. **hard engagement**. In alternativa, l'*engagement* può attuarsi senza un investimento consistente nel capitale di rischio, ma mediante altre forme, più snelle, di dialogo (come, ad esempio, incontri periodici tra gli investitori e i rappre-

in relazione alle preferenze sociali. Risulta inoltre rilevante il ruolo delle conoscenze finanziarie e della consapevolezza ambientale. Le motivazioni comprendono sia la convinzione di migliori *performance* nel lungo periodo sia la disponibilità ad accettare rendimenti inferiori per finalità etiche. Infine, l'accesso all'informazione e le modalità di comunicazione delle *performance* ambientali incidono sulle scelte di investimento.

⁽³¹⁾ K. BERENSMANN - N. LINDENBERG, *Green Finance: Actors, Challenges and Policy Recommendations*, German Development Institute, Briefing Paper, 2016, 23, 2 ss.

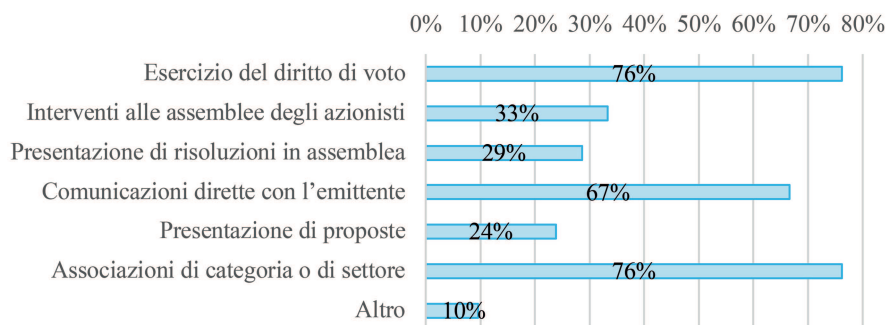
⁽³²⁾ Per una panoramica sui diversi strumenti finanziari e veicoli d'investimento *green*, v. M. NOERA - S. AINIO - B. MORO, *Mappatura degli strumenti finanziari per la transizione green*, Ecco Technical Report, 2023, 14. In questo processo, strumenti tecnologici, algoritmi e AI svolgono un ruolo rilevante, consentendo l'elaborazione di ingenti quantità di dati e informazioni fornite dalle imprese interessate a ricevere finanziamenti. V. in proposito E. MACCHIAVELLO, *Finanza digitale, Investimenti ESG e intelligenza artificiale*, in M. SIRI - D. LENZI (a cura di), (nt. 8), 317 ss.

⁽³³⁾ *Considerando 12 SFDR*. D. VARANI - D. LUNETTA - D. DI MARTINO, *Regolamentazione ESG: stato dell'arte e prospettive future*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2022, 10.

⁽³⁴⁾ G. GIANFRATE - L. ZANETTI (nt. 8), 197 ss.

sentanti delle imprese o invio di relazioni periodiche da parte delle imprese); è il c.d. *soft engagement* ⁽³⁵⁾.

Grafico 2 - Quali sistemi di ESG engagement vengono utilizzati dai principali gestori?



Il grafico mostra i dati dell'indagine condotta da Consob sulle strategie di *engagement* adottate da un campione di 21 gestori, di cui 13 italiani, 4 europei operanti in Italia (c.d. "passaportati") e 4 *global asset manager*.

Fonte: rielaborazione propria su dati Consob, *Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia*, 2022, 23.

Nella prassi, l'*engagement* si concentra sui settori industriali in cui il potenziale di decarbonizzazione risulta maggiore, come ad esempio nel settore manifatturiero o energetico. Ogni investitore istituzionale adotta strategie mirate per orientare la gestione delle imprese finanziate verso specifici obiettivi di sostenibilità ⁽³⁶⁾.

L'implementazione delle proprie strategie di *engagement* impone agli investitori istituzionali la creazione di strutture interne adeguate al perseguimento di tali obiettivi con il compito di instaurare un rapporto di lungo periodo con l'impresa finanziata. Poiché a una gestione personalizzata si accompagnano, inevitabilmente, costi di gestione più elevati, si assiste spesso a crescenti difficoltà nel monitorare e influenzare i comportamenti di un maggior numero di imprese, come ad esempio avviene nei portafogli molto ampi e in gestione passiva ⁽³⁷⁾.

⁽³⁵⁾ V. il sito di Borsa Italiana.

⁽³⁶⁾ AA.VV., *Stewardship Policies. A survey of the main issues*, Mercati, Infrastrutture, Sistemi di Pagamento, Banca d'Italia, 2025, 65, 21 ss.

⁽³⁷⁾ G. BALP, *Finanza sostenibile e ruolo degli investitori istituzionali*, in *Sostenibilità e informativa al mercato*, in M. SIRI - D. LENZI (a cura di), (nt. 8), 117 ss.

La tecnica del **disinvestimento**, invece, vede gli investitori istituzionali dismettere le risorse allocate qualora la società beneficiaria non risulti sufficientemente allineata ai criteri di sostenibilità ⁽³⁸⁾. Dotata di un maggior impatto economico — oltre che simbolico — tale tecnica è spesso ritenuta l'ultima opzione ⁽³⁹⁾. Nonostante ciò, si assiste con sempre maggior frequenza a gestori di fondi di investimento che escludono dai propri portafogli settori rischiosi in quanto non allineati — in tutto o in parte — ai criteri ESG, come, ad esempio, l'industria del tabacco, dei combustibili fossili e (in passato) il settore della difesa ⁽⁴⁰⁾.

5. Banche e sostenibilità: l'impatto dei fattori ESG sull'attività bancaria.

La crescente attenzione verso la sostenibilità ha assunto un ruolo centrale anche per il settore bancario e, oggi, i fattori ESG hanno piena rilevanza nei processi interni delle banche di valutazione del merito creditizio di un'impresa.

Considerato il carattere “bancocentrico” del finanziamento del tessuto produttivo italiano, è evidente come le imprese che risultino maggiormente allineate a profili di sostenibilità, possano beneficiare di vantaggi competitivi nell'accesso al capitale di debito ⁽⁴¹⁾.

Per comprendere in che modo la sostenibilità incida sull'attività bancaria, è necessario considerare la disciplina speciale che regola questo settore ⁽⁴²⁾. Oltre agli obblighi generali previsti per le imprese e per gli intermediari finanziari in materia di informativa sulla sostenibilità (v. cap. 1,

⁽³⁸⁾ G. GIANFRATE - L. ZANETTI (nt. 8), 197 ss.

⁽³⁹⁾ *Ivi*, 197 ss.

⁽⁴⁰⁾ M. ORLANDI, (nt. 9), 57; N. GRAMIGNI, *I fondi ESG europei hanno raddoppiato l'esposizione sulla Difesa*, Il Sole 24 Ore, 2025. Vale considerare il *trend* emergente negli ultimi anni, dovuto esclusivamente all'aumento dei fronti bellici, per cui gli investimenti dei fondi ESG nel settore della difesa sono passati dai 3,2 miliardi di euro nel 2022 a 7,7 miliardi nel 2025.

⁽⁴¹⁾ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Finanziare la transizione sostenibile delle PMI: aziende e operatori finanziari a confronto*, settembre 2024, 23 ss.

⁽⁴²⁾ Il settore bancario è regolato a livello europeo da due testi legislativi fondamentali: 1) il regolamento (UE) 2013/575 (*Capital Requirements Regulation - CRR*) e 2) la direttiva 2013/36 (*Capital Requirements Directive - CRD*). La CRD, e successivi aggiornamenti, è stata recepita progressivamente dall'Italia all'interno del d.lgs. 385/1993 (c.d. *Testo Unico Bancario*). Sotto il profilo della gestione dei rischi ambientali, i citati testi europei sono stati riformati dalla direttiva (UE) 2024/1619 (CRD VI) e dal regolamento (UE) 2024/1623 (CRR III), volte a rafforzare la capacità degli intermediari vigilati di fronteggiare i rischi finanziari derivanti dal deterioramento delle condizioni ambientali e sociali, consolidando così l'approccio prudenziale applicato al settore bancario.

par. 2.1), le banche devono infatti rispettare norme ulteriori, specifiche del settore bancario, nonché le indicazioni provenienti dalle autorità di vigilanza, volte a garantire la solidità e la stabilità degli intermediari bancari. Negli ultimi anni, la considerazione dei fattori di sostenibilità — ambientali, sociali e di *governance* — è stata ancor più enfatizzata all'interno della disciplina di settore e da parte delle autorità di vigilanza ⁽⁴³⁾. In particolare, queste autorità hanno usato strumenti di *soft law*, come le linee guida pubblicate sia a livello europeo da Banca Centrale Europea e Autorità Bancaria Europea, sia a livello nazionale dalla Banca d'Italia, per chiarire quanto i rischi climatici e ambientali siano rilevanti nella gestione dei rischi tradizionali dell'attività bancaria ⁽⁴⁴⁾.

La sostenibilità entra nella vigilanza prudenziale attraverso il concetto di rischio. La supervisione bancaria, infatti, si basa sull'analisi dei rischi cui le banche sono esposte — sia individualmente sia come sistema — e sull'imposizione di requisiti patrimoniali e procedure interne pensate per prevenire tali rischi o, almeno, per limitarne gli effetti negativi. Le varie tipologie di rischio variano e sono sottoposte al continuo aggiornamento delle autorità di vigilanza, ma si possono individuare alcune categorie principali (v. Tabella 2).

Tabella 2. I rischi rilevanti per l'attività bancaria ⁽⁴⁵⁾

Rischi Finanziari
<ul style="list-style-type: none"> • Rischio di Credito: rischio che una controparte non adempia alle proprie obbligazioni contrattuali, tra cui prestiti e altre esposizioni verso imprese, consumatori e diverse controparti finanziarie.
<ul style="list-style-type: none"> • Rischio di Mercato: rischio di perdite derivanti da variazioni avverse dei prezzi di mercato, come tassi di interesse, <i>spread</i> creditizi, tassi di cambio o prezzi azionari. Incide principalmente sulle posizioni detenute per la negoziazione e sulla valutazione degli strumenti finanziari.

⁽⁴³⁾ Sul ruolo degli scenari climatici e delle implicazioni per la vigilanza prudenziale v. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (BIS), *The role of climate scenario analysis in strengthening the management and supervision of climate-related financial risks*, 2024.

⁽⁴⁴⁾ EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, maggio 2020, nn. 56-59; BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020; EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, Giugno 2021; EBA, *Report on the Role of Environmental and Social Risks in the Prudential Framework*, Ottobre 2023; EBA, *Guidelines on the Management of Environmental, Social, and Governance (ESG) Risks*, Gennaio 2025; Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi ambientali e climatici*, 2022.

⁽⁴⁵⁾ BCE, *Priorità di Vigilanza 2026-2028*, Francoforte sul Meno, 2025.

<ul style="list-style-type: none"> • Rischio di Liquidità: rischio che la banca, pur restando solvibile, non sia in grado di far fronte tempestivamente alle proprie obbligazioni finanziarie, riguardando sia l'accesso ai finanziamenti nel breve periodo sia la capacità di trasformare attività in liquidità senza perdite eccessive.
<ul style="list-style-type: none"> • Rischio di Tasso di Interesse: rischio che il proprio capitale o che i ricavi, presenti o futuri, sia negativamente affetto da cambiamenti repentini dei tassi d'interesse.
Rischi Non Finanziari
<ul style="list-style-type: none"> • Rischi Operativi: rischi di perdite risultanti da processi interni inadeguati o malfunzionanti, errori umani, sistemi informatici inefficaci o eventi esterni.
<ul style="list-style-type: none"> • Rischi Climatici e Ambientali: rischi finanziari che possono derivare dall'occorrenza di eventi climatici estremi oppure dai rischi della transizione ad una economia più sostenibile per quelle banche che risulti particolarmente esposte ad attività non sostenibili.
<ul style="list-style-type: none"> • Rischio Geopolitico: rischio che il verificarsi di eventi geopolitici avversi (come guerre, attacchi terroristici o guerre commerciali) tali da porre in pericolo il pacifico corso delle relazioni internazionali possa mettere a rischio la solvibilità della banca.
<ul style="list-style-type: none"> • Altri rischi non finanziari

I rischi non finanziari legati alla sostenibilità assumono rilevanza qualora incidano direttamente sui rischi finanziari, come tipicamente può accadere con riguardo al rischio di credito. Infatti, la banca può subire effetti negativi quando si verificano eventi climatici estremi, come un'alluvione, qualora tali eventi siano in grado di danneggiare le imprese a cui ha concesso prestiti ⁽⁴⁶⁾. Se un'azienda colpita da un evento climatico subisce danni tali da non essere più in grado di rimborsare il proprio debito, la qualità del portafoglio crediti della banca peggiora, e questo può mettere a rischio la sua stabilità. In questo senso, il problema non è soltanto avere clienti attivi in settori poco sostenibili, ma soprattutto l'impatto concreto che i rischi climatici possono avere sulla capacità di rimborso delle controparti.

Proprio per questo, l'attuale normativa non prevede incentivi diretti per le attività più sostenibili né penalizzazioni per quelle meno sostenibili. Non ci sono, cioè, né benefici per le banche che finanziano attività "green", né penalità per quelle che finanziano attività non green ⁽⁴⁷⁾. Ciò che viene richiesto alle banche è, piuttosto, di integrare i rischi ambientali e climatici nelle proprie (più generali) valutazioni del rischio, riconoscendo che la dimensione climatica e ambientale può avere un impatto reale sulla loro solidità finanziaria ⁽⁴⁸⁾.

⁽⁴⁶⁾ BCE (nt. 44) 36 ss.

⁽⁴⁷⁾ U. MALVAGNA - F. SARTORI, *Attività Bancaria, accesso al credito e rischi climatici*, in M. Siri - D. Lenzi (a cura di), *Sostenibilità e informativa al mercato*, Milano, 2026, 227 ss.

⁽⁴⁸⁾ EBA, (nt. 44) 2021 e EBA, (nt. 44) 2023; BANCA D'ITALIA, (nt. 44), 2022. In dottrina, *inter alia*, v. S. GRÜNEWALD, *Climate change as a systemic risk in finance: are macroprudentials*

Focus 2 - La definizione di rischio ambientale per il settore bancario

Il rischio climatico e ambientale ha trovato una esplicita definizione nel regolamento n. 575/2013 (CRR), nonché, maggiormente in dettaglio, all'interno delle linee guida pubblicate dalla Banca centrale europea nelle sue aspettative di vigilanza in materia di rischi climatici ⁽⁴⁹⁾. Queste linee guida chiariscono l'applicazione delle norme principali e introducono una serie di "aspettative di vigilanza" che orientano l'attività di supervisione, pur non avendo formalmente valore vincolante.

In particolare, in questo contesto è considerato rischio climatico o ambientale "**il rischio di effetti finanziari negativi per un ente dovuti all'impatto, presente o futuro, di fattori ambientali sulle controparti o le attività investite di tale ente, compresi i fattori connessi alla transizione**" ⁽⁵⁰⁾.

I rischi ambientali ricomprendono:

- **rischi fisici**: i quali riguardano le perdite direttamente legate al degrado ambientale e agli eventi climatici estremi, come inondazioni, incendi e altri eventi meteorologici estremi; e
- **rischi di transizione**: i quali afferiscono agli effetti finanziari negativi connessi a politiche ambientali più stringenti, al passaggio verso un'economia a basse emissioni e al cambiamento delle preferenze di consumatori e investitori verso prodotti e attività sostenibili.

Tale distinzione opera per le banche italiane sottoposte alla vigilanza prudenziale diretta della Banca Centrale Europea.

Per le banche italiane sottoposte alla vigilanza diretta della Banca d'Italia, date le loro dimensioni più contenute, sono state elaborate linee guida più dettagliate in cui si definiscono ⁽⁵¹⁾:

- **rischi fisici**: impatto economico derivante dall'atteso aumento di eventi naturali la cui manifestazione può essere definita "estrema" ovvero "cronica":
 - **rischi acuti**: dipendono dal verificarsi di fenomeni ambientali estremi (come alluvioni, ondate di calore o periodi di siccità) la cui intensità e frequenza aumentano a causa dei cambiamenti climatici.
 - **rischi cronici**: derivano da cambiamenti climatici che si manifestano in modo graduale, come l'aumento delle temperature e del livello del mare, il deterioramento degli ecosistemi e la perdita di biodiversità.

authorities up to the task?, in AA.VV., *Sustainable finance in Europe*, Cham, 2024, 268; K. ALEXANDER - P. FISHER, *Banking regulation and sustainability*, 2018.

⁽⁴⁹⁾ BCE (nt. 44) 2020.

⁽⁵⁰⁾ Art. 1, comma 1, n. 52-sexies CRR.

⁽⁵¹⁾ BANCA D'ITALIA, (nt. 44), 2022.

- **rischi di transizione:** impatto economico derivante dall'adozione di normative atte a ridurre le emissioni di carbonio e a favorire lo sviluppo di energie rinnovabili, dagli sviluppi tecnologici nonché dal mutare delle preferenze dei consumatori e della fiducia dei mercati.

In altre parole, da un lato, i rischi fisici derivano direttamente da eventi estremi ed improvvisi come conseguenza del cambiamento climatico; dall'altro, si nota che il rischio di transizione riguarda quegli intermediari che, non riducendo le proprie esposizioni verso settori e modelli di sviluppo non sostenibile, risultano maggiormente vulnerabili ad eventi di crisi e penalizzati da un quadro regolamentare in evoluzione. Inoltre, i rischi climatici possono assumere una dimensione sistemica, perché i loro effetti possono estendersi all'intero sistema bancario ⁽⁵²⁾. Questa caratteristica deriva dal fatto che tali rischi colpiscono in modo trasversale diversi settori economici e aree geografiche, hanno un andamento non lineare, possono generare effetti indiretti e di "secondo ordine", sono caratterizzati da elevata incertezza e possono propagarsi rapidamente all'interno del sistema finanziario ⁽⁵³⁾.

Tabella 3. L'incidenza dei rischi climatici e ambientali sui rischi tradizionali

Tipologia di rischio	Rischi Fisici		Rischi di transizione	
	Climatici	Ambientali	Climatici	Ambientali
	<ul style="list-style-type: none"> • Eventi meteorologici estremi • Condizioni meteorologiche croniche • Innalzamento delle temperature medie e del livello dei mari 	<ul style="list-style-type: none"> • Stress idrico • Scarsità di risorse • Perdita di biodiversità • Inquinamento atmosferico e marino 	<ul style="list-style-type: none"> • Cambio di politiche e regolamentazione a livello microprudenziale • Sviluppo tecnologico • Fiducia dei mercati finanziari 	<ul style="list-style-type: none"> • Politiche e regolamentazione a livello macroprudenziale • Tecnologia • Fiducia dei mercati
Rischi di Credito	Le stime della probabilità di <i>default</i> e della perdita in caso di <i>default</i> nei settori o nelle aree più esposte ai rischi fisici possono peggiorare perché, ad esempio, il valore delle garanzie immobiliari danneggiate da eventi climatici estremi diminuisce.		Gli <i>standard</i> di efficienza energetica possono richiedere costosi interventi di adeguamento e ridurre la redditività delle imprese. Questo può aumentare la probabilità di <i>default</i> e diminuire il valore delle garanzie offerte.	

⁽⁵²⁾ M. GIUZIO - B. KAHRAMAN - J. KNYPHAUSEN, *Climate change, bank liquidity and systemic risk*, BCE Working Paper Series No. 3168.

⁽⁵³⁾ AA.VV., *Do ESG scores affect financial systemic risk? Evidence from European banks and insurers*, Research in International Business and Finance, Volume 69, 2024.

Tipologia di rischio	Rischi Fisici		Rischi di transizione	
	Climatici	Ambientali	Climatici	Ambientali
Rischi di Mercato	Il materializzarsi di gravi rischi fisici potrebbe tradursi in maggiore volatilità dei mercati e perdite per i valori delle attività in alcuni mercati finanziari.		L'incidenza sempre maggiore di fattori di rischio di transizione potrebbe generare l'improvvisa ridefinizione del prezzo di titoli e derivati, ad esempio per i prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili.	
Rischi operativi	L'operatività della banca potrebbe subire interruzioni a causa di danni materiali a immobili, filiali e centri di elaborazione dati a seguito di eventi meteorologici estremi, come inondazioni, nubifragi e incendi.		La crescente attenzione dei consumatori ai temi climatici può creare rischi reputazionali e legali per la banca, soprattutto se emergono scandali legati al finanziamento di attività considerate dannose per l'ambiente.	
Rischi di Liquidità	L'impatto sul rischio di liquidità può concretizzarsi nel caso in cui la clientela ritiri fondi dai propri conti per finanziare la riparazione dei danni causati da eventi climatici estremi.		I fattori di rischio di transizione possono mettere sotto pressione alcuni settori, soprattutto se le imprese non si adeguano ai nuovi requisiti normativi o non diversificano la propria attività. Inoltre, una brusca variazione del prezzo dei titoli — ad esempio legati ad attività non più sostenibili — può ridurre il valore delle attività liquide di alta qualità della banca, diminuendo così le sue riserve e aumentando il rischio di liquidità.	

Fonte: rielaborazione su modello BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, 2020, 13.

Le aspettative di vigilanza richiedono di adeguare i sistemi di classificazione del rischio per individuare, almeno in termini qualitativi, le esposizioni maggiormente vulnerabili ai rischi climatici e ambientali ⁽⁵⁴⁾.

Per le banche diviene necessario mappare correttamente i profili di rischio del proprio portafogli, anche sotto il profilo del rischio ambientale e climatico, così da adottare gli opportuni contemperamenti, come l'aumento delle proprie riserve di capitale ⁽⁵⁵⁾. Ciò è possibile solo attraverso una corretta raccolta delle informazioni dalla propria clientela e soprattutto una corretta quantificazione, sulla base di tali informazioni, del corrispettivo profilo di rischio. Le banche sono quindi indirettamente esposte al rischio di

⁽⁵⁴⁾ BCE (nt. 44) 2020; EBA (nt. 44) 2025, 3 ss.

⁽⁵⁵⁾ *Inter alia* v. AA.Vv., *Climate Change and the Role of Regulatory Capital: a Stylized Framework for Policy Assessment*, in *Journal of Financial Regulation*, 2025, 137-165.

“*greenwashing*”⁽⁵⁶⁾, la pratica di rappresentare in modo non veritiero la sostenibilità della propria attività.

Il rischio di *greenwashing*, così come quello climatico, possono generare altri rischi per le banche, come danni alla reputazione o possibili azioni legali legate alle parti del portafoglio considerate non sostenibili (c.d. *climate change litigation*). Un esempio è quando i cittadini che vivono vicino a un impianto altamente inquinante avviano cause per fermarne l'attività. Lo stesso tipo di rischio può colpire anche le banche che finanziano queste imprese. Anche se è difficile misurare con precisione quanto questi rischi possano incidere, i loro effetti possono comunque essere molto seri⁽⁵⁷⁾.

6. (Segue). Le conseguenze per l'impresa al momento di accesso al credito bancario: valutazione dei rischi climatici e condizioni di finanziamento.

Le caratteristiche dei rischi climatici ed ambientali di cui si è detto nel paragrafo che precede attribuiscono alla sostenibilità la possibilità di condizionare l'attività principale delle banche italiane ed europee: **la concessione del credito alle imprese**.

Il rischio di credito, che rappresenta uno dei rischi finanziari più rilevanti per il modello di *business* delle banche, è uno dei criteri maggiormente interessati a considerazioni di sostenibilità. L'integrazione della sostenibilità nelle valutazioni inerenti al rischio di credito riguarda:

1) la **valutazione delle garanzie**, che è particolarmente importante perché i rischi climatici e ambientali possono influire in modo significativo sul loro valore, soprattutto per gli immobili dati in ipoteca o a garanzia di un credito. La posizione geografica e il livello di efficienza energetica sono elementi cruciali, per cui, a titolo esemplificativo, un edificio situato in

⁽⁵⁶⁾ EBA, *Final Report on greenwashing monitoring and supervision*, 2024, EBA/REP/2024/09, 9; EBA, *Progress Report on greenwashing monitoring and supervision*, 2023, EBA/REP/2023/16, 12 ss; EBA, (nt. 44) 2021, 10; B. BALLAN - J.J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 554 ss; M.J. NIETO - C. PAPATHANASSIOU, *Different shades of green: An analysis of the EU disclosure regulation and its effectiveness on limiting « greenwashing »*, European Banking Institute Working Paper Series No. 177, 2024.

⁽⁵⁷⁾ BANCA D'ITALIA (nt. 44), 10, in cui è classificato come rischio operativo/reputazionale di transizione. In dottrina vedi L. ZOBOLI, *Il ruolo del greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d'impresa*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2024, I, 279 ss.

un'area sempre più esposta al rischio di esondazioni avrà un valore inferiore rispetto a immobili simili non esposti a tale rischio ⁽⁵⁸⁾;

2) la determinazione del **rischio di default** assume un ruolo centrale nella definizione del costo del credito per il cliente ⁽⁵⁹⁾, che oggi può riflettere anche il rischio climatico e ambientale associato alle esposizioni, in quanto il loro verificarsi può aumentare la probabilità che un debitore non riesca a rimborsare il finanziamento ⁽⁶⁰⁾.

Tali rischi incidono direttamente sul costo del credito, che diventa uno strumento con cui la banca gestisce il rischio e orienta le proprie scelte: da un lato, può applicare costi più alti alle attività o alle garanzie più esposte a rischi fisici o di transizione, dall'altro, può premiare i comportamenti sostenibili, offrendo condizioni migliori alle imprese o ai progetti con buone pratiche ambientali o con un progressivo miglioramento dei propri indicatori ESG ⁽⁶¹⁾.

Diviene pertanto importante, per l'impresa richiedente un finanziamento, essere in grado di fornire un pacchetto informativo chiaro e affidabile circa il proprio impatto e impegno a livello (quantomeno) ambientale. Le **imprese in grado di comunicare efficacemente le informazioni sulla propria sostenibilità**, pur non rappresentando automaticamente un accesso al credito a condizioni migliori ⁽⁶²⁾, **possono pertanto beneficiare di un canale di accesso al credito privilegiato**.

Le imprese comunicano alla banca il proprio profilo di sostenibilità in due modalità principali: per il tramite di una informativa di sostenibilità o mediante *rating* ESG.

⁽⁵⁸⁾ Sul rischio derivante da eventi climatici estremi (rischio fisico acuto) v. M. LOBERTO - M. SPURI, *L'impatto del rischio di alluvione sulla ricchezza immobiliare in Italia*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional Papers*), Maggio 2023.

⁽⁵⁹⁾ BCE (nt. 44), 13 ss.

⁽⁶⁰⁾ M. LOBERTO - R. RUSSO, *L'esposizione delle imprese manifatturiere italiane al rischio idrogeologico*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional Papers*) No. 899, dicembre 2024.

⁽⁶¹⁾ AA. VV., *Climate performance matters for bank credit in the euro area*, The ECB Blog, 2025; ECB, *Euro area bank lending survey, Survey Results - third quarter of 2025*; MSCI, *MSCI ESG Ratings and Cost of Capital*, 2024, 8; M. BOTTERO - M. CASCARANO, *L'impatto delle variazioni nel grado di inquinamento dei grandi prenditori sull'offerta di credito delle banche*, Banca d'Italia, Temi di discussione (Working Papers) No. 1471, Dicembre 2024.

⁽⁶²⁾ Ovviamente, senza che vi sia pregiudizio per gli intermediari di scegliere di offrire prodotti esclusivamente e strutturalmente predisposti per clienti con profili di sostenibilità marcati o proprio per sostenere progetti sostenibili (c.d. *green loans*). La LMA (*Loan Market Association*) ha predisposto **linee guida** sulla corretta formazione di questi contratti. In dottrina v. F. ANNUNZIATA - F. RIGANTI, *Prestiti e obbligazioni nel prisma della transizione sostenibile*, in *Profili privatistici della sostenibilità*, a cura di G. BEVIVINO - G. IORIO - A. SEMPRINI, Torino, 2023, 223.

(A) Informativa di sostenibilità. Un'informativa chiara e attuata attraverso modelli standardizzati rende le informazioni ESG facilmente leggibili dalle strutture interne agli istituti bancari ⁽⁶³⁾. Spesso, le banche adottano modelli algoritmici automatizzati che ricercano nella documentazione specifici parametri per attivare gli indicatori utili a valutare il profilo del cliente; ne consegue che **il ricorso a modelli standardizzati di comunicazione delle informazioni di sostenibilità può facilitare l'individuazione di parametri positivi**. Ciò consente alle imprese di valorizzare al meglio i propri elementi di sostenibilità, contribuendo a ridurre il proprio profilo di rischio e, di conseguenza, il costo del finanziamento ⁽⁶⁴⁾.

Focus 3 - Il dialogo di sostenibilità tra PMI e banche

Al fine di agevolare e sostenere le PMI nella comunicazione delle informazioni di sostenibilità, il [Tavolo per la Finanza Sostenibile](#), istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, ha pubblicato nel dicembre 2024 il "[Documento per il dialogo di sostenibilità tra PMI e banche \(aggiornato al dicembre 2025\)](#)". Tale documento ha il duplice fine di promuovere la consapevolezza delle PMI e contenerne gli oneri informativi, attraverso l'inclusione di informazioni proporzionali alla dimensione dell'impresa. Tali informazioni sono accorpate in cinque categorie:

1. **Aspetti generali**, quali forma giuridica ed eventuali certificazioni o marchi di sostenibilità ottenuti;
2. **Mitigazione e adattamento al cambiamento climatico**, quali l'efficiamento energetico e coperture assicurative contro eventi fisici;
3. **Aspetti ambientali (E)**, quali percentuale di contenuto riciclato (o recuperato) presente nei prodotti finiti e negli imballaggi;
4. **Società e forza lavoro (S)**, quali il numero di casi di violazione dei diritti dei lavoratori e il numero di infortuni sul lavoro;
5. **Governance (G)**, quali presidi organizzativi interni e la mancanza di sanzioni di qualunque genere.

In sostanza, il documento non ha lo scopo di introdurre uno *standard* di rendicontazione, ma di facilitare lo scambio di informazioni tra PMI e banche. L'obiettivo è creare un linguaggio comune e ridurre, per quanto possibile, richieste troppo diverse o complesse da parte degli istituti di credito, così da limitare gli oneri a carico delle PMI.

Il Tavolo per la Finanza sostenibile ha, inoltre, tenuto conto dell'inizia-

⁽⁶³⁾ BCE (nt. 44), 47 ss.

⁽⁶⁴⁾ CONFINDUSTRIA, [Linee guida per la rendicontazione di sostenibilità delle PMI](#), Maggio 2020, 10.

tiva della Commissione europea, la quale ha inteso promuovere i “*Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMEs*” (VSME), elaborati dall’*European Financial Reporting Advisory Group* - EFRAG (v. *infra* cap. 3, par. 4). Infatti, il documento si colloca in modo complementare rispetto a questi standard europei, con l’obiettivo di facilitare il lavoro delle imprese e garantire coerenza tra i diversi strumenti disponibili.

Per questo motivo, nel dicembre 2025 il Tavolo per la Finanza Sostenibile ha pubblicato una “*Tabella di interoperabilità*” tra il Documento PMI-Banche e i VSME. Questa tabella chiarisce le finalità e i contenuti dei due strumenti, aiutando le imprese a riutilizzare le informazioni già raccolte ed evitando costi aggiuntivi dovuti alla duplicazione dei dati.

In pratica, la tabella evidenzia dove i due documenti coincidono, dove sono solo parzialmente allineati e quali sono invece le specificità nazionali legate alle esigenze del settore finanziario. Indica anche dove reperire, nel VSME, le informazioni richieste dal Documento PMI-Banche e, viceversa, segnala gli aspetti dei VSME che non riguardano direttamente il rapporto banca-impresa.

(B) Rating ESG. I *rating* ESG possono rivelarsi strumenti molto utili — per quanto non privi di criticità⁽⁶⁵⁾ — perché permettono di capire quanto bene un’organizzazione gestisca i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità. Per una banca, un *rating* ESG alto indica un’esposizione minore ai rischi climatici nel lungo periodo e una gestione più solida e responsabile. Questo si traduce in un costo del debito più basso per l’impresa e, di conseguenza, in un accesso al credito più facile⁽⁶⁶⁾.

7. Conclusioni.

La sostenibilità, soprattutto ambientale, è ormai un elemento stabilmente presente all’interno del sistema finanziario italiano ed europeo.

Le iniziative europee — dalla Tassonomia al Piano d’Azione per la Finanza Sostenibile, fino agli obblighi di trasparenza per i prodotti finanziari “sostenibili” e alle linee guida delle autorità di vigilanza del sistema bancario — incentivano con forza crescente l’integrazione dei fattori ESG nelle

⁽⁶⁵⁾ M. SIRI - M. GARGANTINI, *Information Intermediaries and Sustainability: The Case of ESG Ratings and Benchmarks*, University of Genoa EUSFiL Law Research Working Paper Series No. 3, Genova, Giugno 2024.

⁽⁶⁶⁾ EBA, (nt. 44) 2023, 44 ss.

decisioni di investimento degli investitori istituzionali e nei modelli di gestione del rischio degli istituti bancari.

Gli investitori istituzionali stanno perfezionando le proprie strategie sostenibili, utilizzando strumenti come *screening*, *impact investing* ed *engagement*. Inoltre, hanno assunto forte rilevanza anche i diversi strumenti obbligazionari sostenibili (*green* e *social bonds* in particolare), quale mezzo per finanziare la transizione delle imprese verso gli obiettivi di sostenibilità e un'economia circolare. Attraverso questi strumenti si orienta il comportamento delle imprese finanziate, spingendole a prestare maggiore attenzione a tematiche di sostenibilità. Ciò avviene sia offrendo condizioni di finanziamento potenzialmente più favorevoli, quando il rispetto degli obiettivi di sostenibilità comporta un effettivo minor rischio per l'investitore, o l'istituto bancario che concede il credito, sia intercettando la crescente domanda di alcuni investitori interessati a sostenere determinate attività proprio in quanto sostenibili.

Parallelamente, i rischi climatici e ambientali sono oggi estremamente rilevanti anche per il settore bancario, dal momento che le banche sono chiamate a valutare con più precisione l'esposizione ai rischi fisici e di transizione climatica nell'esercizio delle loro attività, inclusa la concessione di credito. Per le imprese, ciò significa che un buon profilo ESG, correttamente comunicato per intercettare le esigenze prudenziali delle banche, può tradursi in condizioni finanziarie più favorevoli, mentre un'elevata esposizione ai rischi climatici può rendere il credito più costoso o difficile da ottenere.

In questo contesto, la **qualità delle informazioni sulla sostenibilità diventa fondamentale**. L'uso di modelli standardizzati e dei *rating* ESG aiuta le imprese a descrivere con maggiore precisione il proprio profilo di rischio e a presentarsi alle banche come soggetti più affidabili, riducendo la percezione di rischio e potendo così ottenere condizioni di credito più favorevoli.

In sintesi, **la sostenibilità non è più un elemento marginale, ma un fattore che influenza l'intera filiera finanziaria**: dalle scelte degli investitori ai modelli operativi delle banche, fino alle opportunità di crescita delle imprese.

CAPITOLO 3

OPPORTUNITÀ E ONERI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

di *Claudio Coen e Chiara Valenti* (*)

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. — 2. Il ridimensionamento degli obblighi di *disclosure* per le micro, piccole e medie imprese. — 2.1. L'ambito di applicazione della CSRD per le PMI. — 2.2. Le criticità dell'ambito di applicazione dell'obbligo di rendicontazione e le modifiche proposte dal pacchetto “*Omnibus I*”. — 3. La rendicontazione di sostenibilità per le PMI. — 3.1. La *disclosure* da onere a opportunità. — 3.2. L'importanza della rendicontazione di sostenibilità per accedere al credito bancario. — 3.3. La raccolta di capitale non bancario. — 4. I *Voluntary Sustainability Reporting Standard* (VSME). — 4.1. Struttura e contenuti. — 4.2. Il *value chain cap*. — 4.3. L'eccezione al *value chain cap*: le informazioni ulteriori che possono essere richieste alle MPMI sulla base della natura e della tipologia dell'impresa. — 4.4. PMI quotate e rendicontazione volontaria. — 4.5. PMI con strumenti ammessi alla negoziazione sui mercati di crescita. — 5. Conclusioni.

1. Considerazioni introduttive.

Spesso percepita come un'attività di conformità meramente formale, la rendicontazione di sostenibilità è progressivamente orientata a svolgere un **ruolo strategico** anche per le piccole e medie imprese, in particolare in relazione alla raccolta di capitali, incluso l'accesso al credito bancario, e al rafforzamento del loro posizionamento competitivo. In questa prospettiva, i principi di rendicontazione semplificati “VSME” rappresentano uno strumento di **creazione di valore**, idoneo a soddisfare le esigenze di trasparenza evitando al contempo un carico informativo eccessivo per le micro, piccole e medie imprese (MPMI).

In questo contesto, la disciplina del decreto attuativo della CSRD (il d.lgs. 125/2024) individua le MPMI sulla base della definizione generale fornita dalla direttiva 2013/34/UE (c.d. direttiva *Accounting*). Questa si basa su di una classificazione dimensionale articolata in tre categorie — microimprese, piccole imprese e medie imprese — fondata su tre criteri quantitativi:

(*) Per quanto il capitolo sia frutto di un lavoro comune, i paragrafi nn. 2, 4 e 5 sono attribuibili a Claudio Coen e i paragrafi nn. 1 e 3 a Chiara Valenti.

il totale dello stato patrimoniale, il fatturato netto e il numero medio di dipendenti ⁽¹⁾. Ai fini della qualificazione, è sufficiente che almeno due di tali criteri risultino soddisfatti.

Tabella 1. Soglie dimensionali di classificazione delle PMI

Categoria d'impresa	Numero di occupati	Fatturato		Totale stato patrimoniale
Microimpresa	< 10	≤ 900.000 €	o	≤ 450.000 €
Piccola impresa	< 50	≤ 10 mln €	o	≤ 5 mln €
Media impresa	< 250	≤ 50 mln €	o	≤ 25 mln €

2. Il ridimensionamento degli obblighi di *disclosure* per le micro, piccole e medie imprese.

2.1. L'ambito di applicazione della CSRD per le MPMI.

L'ambito di applicazione del d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, di recepimento della CSRD in materia di rendicontazione di sostenibilità, risulta significativamente circoscritto, limitando l'obbligo di rendicontazione alle grandi imprese ed estendendolo (rispetto alla previgente disciplina delle dichiarazioni di carattere non finanziario, di cui si è detto al cap. 1, par. 2) alle piccole e medie imprese soltanto qualora esse siano società quotate (o, più correttamente, imprese i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato di uno Stato membro) ⁽²⁾, con esclusione totale, invece, delle micro imprese. Questa scelta riflette la volontà del legislatore di evitare, in un primo momento, l'imposizione di un onere amministrativo sproporzionato in capo alle MPMI ⁽³⁾. Gli obblighi di rendicontazione comportano, infatti, **costi rilevanti, in larga parte di natura fissa**, connessi alla raccolta, all'elaborazione, alla verifica e alla diffusione dei dati, nonché al ricorso a consulenze esterne e alla predisposizione di sistemi di gestione delle informazioni, che incidono in modo relativamente più gravoso sulle MPMI rispetto alle grandi imprese, assorbendo una quota maggiore delle risorse disponibili e rischiando di ostacolare l'impiego efficiente del capitale per finalità produttive. Un'applicazione uniforme degli obblighi di rendicontazione, secondo un approccio "one size fits all", avrebbe pertanto un impatto sproporzionato sulle MPMI, esponendole, nei casi più estremi, al rischio di esclusione dal mercato.

⁽¹⁾ Art. 3 direttiva 2013/34/UE.

⁽²⁾ Art. 3, d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125.

⁽³⁾ T. N. YAŞAR, *Should SMEs Be Subject to Mandatory Sustainability Reporting?*, in ECFR, IV, 2025, 491 ss.

2.2. *Le criticità dell'ambito di applicazione dell'obbligo di rendicontazione e le modifiche proposte dal pacchetto "Omnibus I".*

Si è già detto ⁽⁴⁾ di come, nonostante la portata circoscritta della disciplina attualmente in vigore, il suo perimetro applicativo sia stato ritenuto eccessivamente ampio e abbia sollevato diffuse proposte di riforma ⁽⁵⁾.

Una prima critica ha riguardato l'inclusione stessa delle **PMI quotate**, giustificata dal legislatore sulla base del presunto interesse pubblico all'acquisizione di informazioni di sostenibilità su tali imprese, e che da alcuni è stata ritenuta onere eccessivo, nonostante l'applicazione di un regime di rendicontazione semplificato ⁽⁶⁾.

La principale fonte di preoccupazione ha riguardato, però, le **PMI non quotate e le microimprese**, formalmente escluse dall'ambito di applicazione della disciplina e quindi in grado di procedere alla rendicontazione di sostenibilità su base esclusivamente volontaria.

L'esclusione delle PMI non quotate e delle microimprese si è rivelata in larga misura inefficace a causa del c.d. "effetto a cascata". Come visto ⁽⁷⁾, le imprese soggette agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità sono tenute a descrivere non solo le proprie attività, ma anche gli impatti negativi effettivi o potenziali connessi alle rispettive catene del valore, ove necessario per rappresentare in modo veritiero e corretto rischi, principali impatti e opportunità di sostenibilità dell'impresa ⁽⁸⁾.

Ne deriva che **le grandi imprese e gli altri soggetti obbligati esercitano pressioni sulle MPMI affinché forniscano dati di sostenibilità, arrivando in molti casi a richiedere vere e proprie rendicontazioni anche a imprese che non sono soggette alla normativa**. Di fatto, anche le MPMI non quotate e le microimprese sono così indotte ad "alzare il livello" della propria rendicontazione di sostenibilità, sostenendone i relativi costi.

Per rispondere a tali criticità il pacchetto "*Omnibus I*" interviene riducendo significativamente l'ambito di applicazione degli obblighi di rendicontazione ⁽⁹⁾ ed esclude, per quanto qui interessa, definitivamente tutte le PMI. Oltre a sollevare direttamente le PMI *quotate* dagli obblighi di rendi-

⁽⁴⁾ I. GIRAUDDO, *L'informativa di sostenibilità*, in questo volume, par. 4.1.

⁽⁵⁾ V. ad esempio, E. LETTA, 2024; M. DRAGHI, 2024; v. anche: YAŞAR (nt. 3), 513.

⁽⁶⁾ V. Art. 1, par. 1, CSRD; v. anche: T. N. YAŞAR (nt. 3), 493-494. Le microimprese sono escluse sempre e comunque dagli obblighi di rendicontazione previsti dalla CSRD, anche se quotate. Per questo si fa riferimento alle sole PMI quotate.

⁽⁷⁾ I. GIRAUDDO (nt. 4), par. 4.

⁽⁸⁾ Art. 1, par 4, CSRD.

⁽⁹⁾ Si fa riferimento in questo caso alla posizione del Parlamento: EUROPEAN PARLIAMENT, *Certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements*, 2025, P10_TA(2025)0324, art. 2, par. 4.

contazione, il pacchetto “*Omnibus I*” — nel ridimensionare la portata applicativa degli obblighi di *disclosure* anche per le imprese di grandi dimensioni — allevierebbe indirettamente l’onere delle PMI non quotate e delle microimprese, riducendo la domanda di informazioni di sostenibilità provenienti dalle grandi imprese. Secondo le stime della Commissione europea, le modifiche del pacchetto *Omnibus* consentirebbero di escludere circa l’80% delle imprese attualmente interessate dalla disciplina e di alleviare le richieste di informazioni di sostenibilità nei confronti di almeno il 35% delle MPMI ⁽¹⁰⁾. Nonostante tale limitazione, la richiesta di informazioni in materia di sostenibilità nei confronti delle MPMI potrebbe continuare a rivestire rilievo sulla base di una disciplina distinta da quella recata dal decreto di attuazione della CSRD. Come già evidenziato (cap. 1, par. 4), anche nell’ambito della disciplina della CSDDD, le imprese soggette agli obblighi normativi necessitano di acquisire informazioni dai soggetti operanti lungo le rispettive catene di attività, che risultano essere, in larga parte, MPMI.

La portata dell’obbligo di monitoraggio della catena del valore previsto dalla CSDDD si differenzia, peraltro, da quella delineata dal decreto attuativo della CSRD, in quanto non è funzionale alla rappresentazione dell’impresa rendicontante, bensì è direttamente riferita agli impatti negativi, effettivi o potenziali, generati lungo la catena del valore. Ne consegue che, anche circoscrivendo gli obblighi di *due diligence* alle imprese di dimensioni particolarmente elevate, permane l’esigenza di richiedere informazioni lungo l’intera catena di attività. In tale prospettiva, la proposta c.d. “*Omnibus I*” interviene anche sulla disciplina della CSDDD, introducendo una serie di disposizioni espressamente volte a contenere il c.d. “effetto a cascata”, tra le quali, a titolo esemplificativo, l’obbligo per l’impresa di richiedere informazioni alle imprese con meno di 5.000 dipendenti soltanto qualora tali informazioni non siano altrimenti reperibili con mezzi alternativi ⁽¹¹⁾. Tali misure appaiono, tuttavia, idonee a incidere solo parzialmente sull’onere informativo che continua a discendere dall’obbligo di monitoraggio imposto dalla CSDDD. In definitiva, l’**effetto a cascata** degli obblighi di rendicontazione lungo la catena del valore si riflette sulle MPMI, traducendosi in una molteplicità di richieste informative, spesso veicolate attraverso questionari eterogenei e non armonizzati, provenienti sia da **imprese di maggiori dimensioni**, che si trovano ai vertici della catena del valore e sono soggette agli

⁽¹⁰⁾ V. YAŞAR (nt. 3), 478, n. 23.

⁽¹¹⁾ EUROPEAN PARLIAMENT (nt. 9), art. 4, par. 4.

obblighi di rendicontazione previsti dalla CSRD e dalla CSDDD ⁽¹²⁾, sia da **istituti di credito** sempre più attenti alla sostenibilità dei soggetti finanziati ⁽¹³⁾.

3. La rendicontazione di sostenibilità per le MPMI.

3.1. *La disclosure da onere a opportunità.*

Le nuove misure di semplificazione della Commissione europea orientano il quadro normativo verso un ricorso a pratiche volontarie per le MPMI, nella convinzione che tale approccio possa favorire una più ampia diffusione della rendicontazione di sostenibilità e della Tassonomia ⁽¹⁴⁾.

D'altronde l'assetto normativo originario della CSRD, caratterizzato da un ambito di applicazione molto ampio, comprendente anche le PMI quotate, non ha incentivato una diffusione significativa della rendicontazione volontaria tra le imprese ⁽¹⁵⁾. Tale risultato appare in contrasto con la crescente sensibilità delle MPMI verso le tematiche ESG e con la progressiva adozione, su base volontaria, di strategie di sostenibilità da parte delle MPMI. In tal senso, la percentuale complessiva di imprese che hanno già adottato o stanno adottando strategie di sostenibilità nel 2025 si mantiene stabile al 44%, in aumento rispetto al 34% registrato nel 2020 ⁽¹⁶⁾.

In tale contesto, le MPMI si trovano oggi ad affrontare un nuovo scenario, nel quale la rendicontazione di sostenibilità può essere interpretata non più esclusivamente come un onere, bensì come un'opportunità strategica.

Sebbene gli oneri legati alla rendicontazione di sostenibilità siano significativi per le MPMI, almeno nel primo anno di implementazione ⁽¹⁷⁾, studi empirici dimostrano che essi tendono a diminuire negli anni sia per le economie di apprendimento, sia per i benefici derivanti dal *reporting*, che fanno sì che l'impatto netto per chi prepara la rendicontazione diventi positivo già a partire dal secondo anno di rendicontazione ⁽¹⁸⁾. Grazie all'esperienza accumulata nella raccolta, gestione e comunicazione dei dati

⁽¹²⁾ Riguardo alla CSDDD e agli oneri per le imprese facenti parte delle catene di fornitura, v. I. GIRAUDDO (nt. 4), par. 3.

⁽¹³⁾ F. MARZO - U. ROSA, *Banche e investitori istituzionali*, in questo volume, par. 5.

⁽¹⁴⁾ EUROPEAN PARLIAMENT (nt. 9); sul regolamento Tassonomia v. F. MARZO e U. ROSA (nt. 13), par. 2.1.

⁽¹⁵⁾ NTUC LEARNINGHUB - GRI, 2025; EUROCHAMBRES-SMEUNITED, 2023.

⁽¹⁶⁾ GENERALI-SDA BOCCONI, *SME EnterPRIZE Libro Bianco*, 2025.

⁽¹⁷⁾ EFRAG, *Cost-Benefit Analysis of the VSME*, 2024, 40.

⁽¹⁸⁾ Riguardo ai costi di implementazione dello standard VSME, v. EFRAG (nt. 17).

ESG, inoltre, le imprese possono ridurre nel tempo i costi legati al processo di rendicontazione.

La rendicontazione di sostenibilità su base volontaria può offrire diversi **benefici** alle MPMI, tra i quali si rintracciano:

1) il conseguimento di un **vantaggio competitivo** rispetto ai concorrenti, nella misura in cui le imprese di maggiori dimensioni e soggette agli obblighi della CSDDD⁽¹⁹⁾ tendono a privilegiare fornitori caratterizzati da un profilo di sostenibilità più solido⁽²⁰⁾;

2) una **migliore reputazione e vantaggi in termini di legittimazione**: la rendicontazione di sostenibilità incide positivamente sull'immagine aziendale, associando l'impresa a una migliore percezione pubblica⁽²¹⁾ e contribuendo, nel tempo, al rafforzamento della sua reputazione⁽²²⁾;

3) una **riduzione dei costi e dei rischi**, riconducibile prevalentemente alla presenza, nella rendicontazione di sostenibilità, di metodi per la misurazione e il monitoraggio dei rischi non finanziari⁽²³⁾;

4) una **migliore comunicazione** con altre imprese e con i portatori di interesse sia interni (come i dipendenti), che esterni (tra cui clienti e fornitori)⁽²⁴⁾;

5) vantaggi rilevanti in termini di **accesso ai capitali**, in quanto l'integrazione dei fattori ESG può favorire l'attrazione di nuovi investitori, oltre a un più economico accesso ai canali tradizionali di finanziamento⁽²⁵⁾. In aggiunta, la sostenibilità e la sua rendicontazione rivestono un ruolo centrale nella creazione di valore nel lungo periodo, come requisito sempre più rilevante per l'accesso a finanziamenti pubblici e privati, configurandosi

⁽¹⁹⁾ V. I. GIRAUDO (nt. 4), par. 3.

⁽²⁰⁾ GRI - IOE, , 2016.

⁽²¹⁾ J.M. MONEVA - J. HERNÁNDEZ-PAJARES , in *Int. J. of Sustainable Economy*, 2018, 405 ss.

⁽²²⁾ F. CASTILLA-POLO - M.I. SÁNCHEZ-HERNÁNDEZ, in *Sustainability Accounting, Management and Policy J.*, 2020, 548 ss.; F. CASTILLA-POLO - M. DOLORES GUERRERO-BAENA, in *J. of Sustainable Development*, 2023, 3224 ss.

⁽²³⁾ UNEP, *Frequently Asked Questions on Corporate Sustainability Reporting - Tackling the big questions around the global corporate sustainability reporting agenda*, 2013.

⁽²⁴⁾ La *disclosure* di sostenibilità agevola la comunicazione con le imprese appartenenti alla medesima catena del valore, che necessitano di dati delle PMI per soddisfare i requisiti previsti dalla CSRD e dalla CSDDD; v. M. AZIZUL ISLAM - C. DEEGAN, *Motivations for an organisation within a developing country to report social responsibility information*, in *Accounting, Auditing & Accountability J.*, 2008, 850 ss.; B. FERNANDEZ-FEIJOO - S. ROMERO - S. RUIZ, in *J. of Business Ethics*, 2014, 53 ss.

⁽²⁵⁾ V. F. MARZO e U. ROSA (nt. 13), par. 4.

come un elemento chiave nei processi di valutazione da parte di creditori e investitori ⁽²⁶⁾;

6) l'attrazione di **nuovi talenti**: l'integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali, nonché la sua divulgazione tramite strumenti di rendicontazione, risulta altresì fondamentale per attrarre lavoratori, soprattutto appartenenti alle generazioni più giovani, e, conseguentemente, per colmare i divari interni in termini di conoscenze e competenze sugli aspetti ESG ⁽²⁷⁾.

7) evitare di incorrere nel fenomeno noto come *unravelling* ⁽²⁸⁾, causato proprio dall'assenza di **trasparenza in materia di sostenibilità**. In tal senso, la mancata divulgazione di informazioni non finanziarie può indurre gli *stakeholder* a ritenere che la decisione di non comunicare i dati effettivi sia motivata dalla loro insoddisfacente qualità o *performance*.

In questo contesto, l'adozione, su base volontaria, dei principi di rendicontazione semplificati **Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMEs (VSME)** permette alle PMI di rispondere in modo strutturato e uniforme alle richieste di dati provenienti dalle imprese di maggiori dimensioni, anticipandole e evitando di dover compilare una pluralità di questionari differenti. Le informazioni di cui tali imprese necessitano risultano già ricomprese nei VSME, contribuendo così alla standardizzazione del processo di raccolta dei dati.

3.2. *L'importanza della rendicontazione di sostenibilità per accedere al credito bancario.*

Le PMI italiane dipendono in larga misura dal credito bancario sia per far fronte alle esigenze di liquidità di breve periodo sia per finanziare progetti di investimento a lungo termine ⁽²⁹⁾.

È stato ricordato come le banche stiano integrando in modo crescente la sostenibilità, e in particolare la sostenibilità ambientale e climatica, nelle loro politiche imprenditoriali ⁽³⁰⁾. Ciò si riflette sulle modalità di erogazione, con una crescente **correlazione positiva** tra **rendicontazione di sostenibilità e condizioni del prestito**.

La rendicontazione di sostenibilità, integrando le tradizionali metriche finanziarie e riducendo le asimmetrie informative, offre, infatti, alle banche

⁽²⁶⁾ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, 2024; J. JANSSON - J. NILSSON - F. MODIG - G. HED VALL, in *Business Strategy and the Environment*, 2017, 69 ss.

⁽²⁷⁾ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (nt. 26).

⁽²⁸⁾ V., per esempio, J.P. FLYNN, *Dynamic Unravelling*, 2025.

⁽²⁹⁾ AIPB - EY, *PMI solide, ma troppo liquide: il ruolo del Private Banking per far emergere il potenziale d'impresa*, 2025; A. BOTSARI - S. GVETADZE - F. LANG, EIF Working Paper No. 2024/101.

⁽³⁰⁾ V. F. MARZO e U. ROSA (nt. 13), par. 5.

una visione complessiva del profilo di rischio dell'impresa. Una *disclosure* ESG più ampia e di maggiore qualità consente ai finanziatori di valutare in modo più accurato sia i rischi reputazionali dell'impresa in questione sia i rischi di credito associati all'erogazione. Ciò può tradursi in un **costo del debito inferiore** ⁽³¹⁾. In altri termini, la presenza di pratiche ESG consolidate, rese visibili attraverso la rendicontazione di sostenibilità, segnala alle banche una maggiore capacità dell'impresa di prevenire e gestire eventi negativi ambientali, sociali e di *governance*, contribuendo a una migliore valutazione del rischio di credito ⁽³²⁾.

All'opposto, in assenza di una rendicontazione non finanziaria da parte dell'impresa, le banche possono rivolgersi a fornitori di dati terzi per ottenere le informazioni necessarie. Questi dati, basati in larga parte su stime (in particolare per quanto riguarda le emissioni e i consumi energetici), possono riflettere solo parzialmente la reale situazione dell'impresa e talvolta portano a valutazioni che approssimano l'impegno effettivo dell'azienda in ambito ESG ⁽³³⁾.

3.3. *La raccolta di capitale non bancario.*

Sebbene il canale bancario rappresenti la principale fonte di finanziamento esterno per le PMI, in Italia ⁽³⁴⁾ sono disponibili anche **strumenti alternativi** a questo. Tra questi, si segnalano, in particolare:

1) il **private debt** ovvero il credito concesso sia da operatori non bancari tramite prestiti diretti, sia attraverso l'emissione di strumenti di debito come obbligazioni (*minibond*) e cambiali finanziarie, per importi fino a 50 milioni di euro ⁽³⁵⁾;

2) il **private equity** e il **venture capital**, ovvero forme di finanziamento in capitale di rischio fornite da investitori professionali, quali fondi di investimento e *business angel* ⁽³⁶⁾;

3) il **crowdfunding** che consente la raccolta di capitale da investitori *retail* tramite piattaforme *online* nelle sue varie forme: *reward* (in cambio

⁽³¹⁾ P. KÖHLER-ULBRICH - Y. SCHUSTER - N. TUSHTEVA, The ECB Blog, 2025; EFRAG (nt. 17).

⁽³²⁾ EFRAG (nt. 17).

⁽³³⁾ EBA, 2025.

⁽³⁴⁾ BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI, *EIB Investment Survey 2025 - European Union Overview*, 2025.

⁽³⁵⁾ G. GIUDICI - S. BARBI - C. BONVINO - A. BOSIO - L. GAMBINI - G. PAGLIETTI, *Quaderno di ricerca: La finanza alternativa per le PMI in Italia*, Osservatori Entrepreneurship & Finance e Politecnico di Milano, 2025, 7 ss.

⁽³⁶⁾ *Ivi*, 29 ss.

dell'investimento viene riconosciuta una ricompensa non monetaria), *lending* (prevede il rimborso e la remunerazione del capitale investito) ed *equity* (l'investitore partecipa al capitale di rischio) ⁽³⁷⁾;

4) le **piattaforme *fintech*** e in particolare quelle dedicate all'*invoice trading* attraverso le quali le PMI possono cedere le proprie fatture commerciali a soggetti non bancari, operazione che consente di ottenere liquidità immediata mediante la cessione della fattura, a fronte del riconoscimento di un rendimento agli investitori che la acquistano, svincolandosi dai tempi di pagamento del cliente ⁽³⁸⁾.

In tutte queste ipotesi, il **reporting di sostenibilità** si sta dimostrando uno strumento efficace per attrarre capitali e per ridurre il costo per l'impresa ⁽³⁹⁾. Infatti, la divulgazione sistematica di informazioni ambientali, sociali e di *governance* contribuisce a **ridurre l'asimmetria informativa** tra l'impresa e gli investitori, fornendo agli investitori **informazioni aggiuntive** circa i rischi di sostenibilità finanziari e non finanziari dell'impresa, così da consentire una più accurata valutazione del suo **profilo di rischio** e delle prospettive di **creazione di valore** nel lungo periodo. Il *reporting* di sostenibilità si configura, inoltre, spesso, come un indicatore di buona *governance* e di **resilienza** nel lungo periodo ⁽⁴⁰⁾.

La conseguente diminuzione dell'incertezza si riflette in una riduzione dei rendimenti richiesti dagli investitori e, quindi, in un **abbassamento del costo del capitale** per le PMI ⁽⁴¹⁾.

Nella stessa direzione opera la rendicontazione di sostenibilità volontaria nel momento in cui svolge una funzione di segnalazione nei confronti del

⁽³⁷⁾ *Ivi*, 13 ss. Sul tema *crowdfunding* v. E. MACCHIAVELLO, in E.D. MARTINO - H. NABILOU - A.M. PACCES (eds), *Research Handbook on Comparative Financial Regulation*, 2023; S. VISMARA - P. WIRTZ, in *J. Bus. Ethics*, 2025, 841 ss.; C. ALGERI; F. IELASI; M. MANGANIELLO, in *Sustainability* 2025, 2188; con riferimento alle piattaforme *fintech* v., per esempio, A. GIAKOUMELOU - A. SALVI - S. BEKIROU - G. ONORATO, in *Research in International Business and Finance*, 2024.

⁽³⁸⁾ *Ivi*, 19 ss.

⁽³⁹⁾ L. RUGGIERO, *Sostenibilità e Bilancio Integrato: L'impatto della Disclosure Non Finanziaria Rendicontata all'interno dell'Integrated Reporting sulla Performance Aziendale* in *Economia Aziendale Online*, 2025; D.S. DHALIWAL - O.Z. LI - A. TSANG - Y.G. YANG, *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting*, in *Account. Rev.*, 2011, 59 ss.; P.M. CLARKSON - X. FANG - Y. LI - G. RICHARDSON, in *J. Account. Public Policy*, 2013, 410 ss.; F. VITOLLA - A. SALVI - N. RAIMO - F. PETRUZZELLA - M. RUBINO, in *Bus. Strateg. Environ.*, 2020, 519 ss.

⁽⁴⁰⁾ R. BOFFO - R. PATALANO, OECD Paris, 2020; EFRAG (nt. 17).

⁽⁴¹⁾ V. F. MARZO e U. ROSA, (nt.13), par. 4; L. LI - X. ZHENG - S. WANG, in *Journal of Risk and Financial Management*, 2023, 358; D. ERNST - F. WOITHE, in *Journal of Risk and Financial Management*, 2024, 91 ss.

mercato dei capitali (e dei consumatori), permettendo all'impresa di differenziarsi dai propri *competitors* ⁽⁴²⁾.

4. I *Voluntary Sustainability Reporting Standard* (VSME).

4.1. *Struttura e contenuti.*

Le opportunità connesse alla rendicontazione volontaria da parte delle MPMI trovano riscontro in una serie di interventi regolatori a livello di Unione europea di natura prevalentemente promozionale. Già a seguito dell'adozione della CSRD, nel dicembre 2024, il Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria (*European Financial Reporting Advisory Group — EFRAG*) ha elaborato *standard* volontari di rendicontazione di sostenibilità per le PMI non quotate e le microimprese, con l'obiettivo di supportare le MPMI nel rispondere in modo ordinato e sistematico alle richieste informative provenienti dalle grandi imprese e dagli operatori finanziari; sono i ***Voluntary Sustainability Reporting Standard for non-listed SMEs (VSME)***.

Il pacchetto "*Omnibus I*" si propone di promuovere in modo ancora più intenso l'adozione volontaria della rendicontazione di sostenibilità. A tal fine, esso prevede che la Commissione europea, su proposta di EFRAG, adotti un nuovo *standard* volontario di rendicontazione di sostenibilità per le MPMI, basato sul modello del precedente VSME ⁽⁴³⁾. In conseguenza della *riduzione* dell'ambito di applicazione della rendicontazione obbligatoria, il Pacchetto "*Omnibus I*" *estende* l'ambito di applicazione del nuovo *standard* volontario alle imprese escluse dalla (ridimensionata) portata applicativa della CSRD e, dunque, anche alle PMI quotate. Per il momento, tuttavia, nelle more dell'approvazione del pacchetto "*Omnibus I*", la Commissione europea si è limitata ad adottare la **raccomandazione (UE) 2025/1710** ⁽⁴⁴⁾ ("**raccomandazione VSME 2.0**") che introduce una versione "provvisoria" degli stan-

⁽⁴²⁾ Y. SUN - H. DAVEY - M. ARUNACHALAM - Y. CAO, in *Frontiers in Environmental Science*, 2022.

⁽⁴³⁾ EUROPEAN PARLIAMENT (nt. 9). Il nuovo *standard* deve essere adottato nella forma di un atto delegato. Esso vuole essere concepito come uno strumento snello ed essenziale, calibrato sulle dimensioni dell'impresa e sulla complessità della sua attività, con l'obiettivo di consentire alle PMI di comunicare in modo efficace le proprie informazioni di sostenibilità contenendo i costi di *compliance*.

⁽⁴⁴⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Recommendation of 30.7.2025 on a voluntary sustainability reporting standard for small and medium-sized undertakings*, 2025, C(2025) 4984 final. La raccomandazione è costituita da: 1) il documento principale che contiene un insieme di indicazioni non vincolanti agli Stati membri; 2) l'Allegato 1, che propone una nuova versione del VSME; 3) l'Allegato 2 che prevede una guida applicativa per le imprese.

standard, la cui adozione è suggerita sin d'ora agli Stati membri e la cui portata è limitata alle **PMI-non quotate e alle microimprese**. È a questo **“VSME 2.0”** cui si farà riferimento nel prosieguo: la trattazione riguarderà, quindi, principalmente le PMI-non quotate e le microimprese e si confronterà successivamente con il caso delle PMI-quotate e quello peculiare delle MPMI ammesse alla negoziazione sui mercati di crescita.

Lo *standard* del VSME 2.0 presenta una struttura modulare ⁽⁴⁵⁾:

a) un **“modulo di base”** (*Basic Module*):

— condizione sufficiente per le microimprese e livello minimo di rendicontazione per le altre PMI;

— contenuti essenziali: 11 *datapoint*;

b) un **“modulo completo”** (*Comprehensive Module*):

— la sua applicazione prevede necessariamente il previo e integrale rispetto del “modulo base”;

— ulteriori *datapoint* pensati per le richieste informative provenienti da partner commerciali e finanziatori.

Tabella 2. Datapoint nel modulo base e nel modulo completo

Modulo base	Modulo completo
B1 Base di preparazione	C1 Strategia: modello di business e sostenibilità — iniziative connesse
B2 Pratiche, politiche e iniziative future per la transizione verso un'economia più sostenibile	C2 Descrizione delle pratiche, delle politiche e delle iniziative future per la transizione verso un'economia più sostenibile
B3 Energia ed emissioni di gas a effetto serra	C3 Obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra (GES) e transizione climatica
B4 Inquinamento dell'aria, dell'acqua e del suolo	C4 Rischi climatici
B5 Biodiversità	C5 Caratteristiche aggiuntive (generali) del personale
B6 Acqua	C6 Informazioni aggiuntive sul personale dell'impresa — politiche e procedure in materia di diritti umani

⁽⁴⁵⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Annex to the Commission Recommendation on a voluntary sustainability reporting standard for small and medium-sized undertakings*, 2025, C(2025) 4984 final Annex 1 (d'ora in avanti “Allegato I”).

B7 Utilizzo delle risorse, economia circolare e gestione dei rifiuti	C7 Incidenti gravi in materia di diritti umani
B8 Personale — Caratteristiche generali	C8 Fatturato in determinati settori ed esclusione dai parametri di riferimento dell'Unione
B9 Personale — Salute e sicurezza	C9 Rapporto di diversità di genere nell'organo di amministrazione / di governo
B10 Personale — Retribuzione, contrattazione collettiva e formazione	
B11 Condanne e sanzioni per corruzione e concussione	

Nell'implementare lo *standard* di rendicontazione volontaria le MPMI devono attenersi ai seguenti principi:

a) **necessaria applicazione integrale dei moduli**: una volta che l'impresa sceglie di applicare un modulo, questo deve essere applicato integralmente;

b) **principio di "pertinenza"**: le informazioni che non appaiono rilevanti alla luce delle caratteristiche concrete dell'impresa *non* devono essere divulgate:

— nel modulo di base, il principio opera solo in relazione a specifici *datapoint* espressamente individuati;

— nel modulo completo, il principio assume portata generale, nel senso che ciascuna delle informazioni richieste deve essere pubblicata soltanto se pertinente.

c) la **disclosure facoltativa** è ammessa ma:

— solo nel modulo completo;

— per singoli *datapoint* dove sia espressamente previsto.

A monte, tuttavia, la decisione se procedere o meno alla rendicontazione è rimessa alla piena discrezionalità dell'impresa; gli *standard* si limitano a consigliarne la redazione, talvolta diversificata in base a vari parametri. Ad esempio, con riferimento al *gender ratio*, ossia il rapporto tra dipendenti di genere maschile e femminile nel periodo di riferimento, è meramente consigliata la divulgazione alle imprese con più di cinquanta dipendenti.

La struttura e le caratteristiche dello *standard* contribuiscono indubbiamente al suo **carattere flessibile**, consentendo di modulare il numero e la tipologia delle informazioni richieste in funzione delle circostanze concrete e delle esigenze informative delle controparti. Al tempo stesso, tale flessibilità comporta il rischio di richieste informative disomogenee, poiché le PMI

possono non essere in grado di prevedere quali *datapoint* tra quelli contenuti nel “modulo completo” verranno loro richiesti. Ne deriva una potenziale incertezza che potrebbe attenuare gli effetti di semplificazione perseguiti dallo *standard*.

Anche per rispondere a tali criticità appare utile l’opera del **Tavolo per la Finanza sostenibile sul Dialogo PMI-Banche**. Tale iniziativa, attraverso il coinvolgimento dei più rilevanti *stakeholder* pubblici e privati, ha, in un primo momento, prodotto degli *standard* autonomi — contenuti nel c.d. [Documento per il dialogo di sostenibilità tra PMI e Banche](#) — volti a formalizzare le richieste informative tipicamente avanzate dagli istituti di credito ai fini dell’accesso al finanziamento delle PMI ⁽⁴⁶⁾. Successivamente, a seguito dell’adozione del VSME 2.0, è stata predisposta una [tabella di interoperabilità](#), volta a confrontare in modo sistematico tali *standard* autonomi con il nuovo VSME, consentendo di individuare con precisione le differenze, quanto ai singoli *datapoint*, nei rispettivi schemi di rendicontazione ⁽⁴⁷⁾.

4.2. *Il value chain cap.*

Particolarmente rilevante nel rafforzare l’efficacia dello *standard* volontario è il c.d. *value chain cap* che impone una sorta di **limite massimo alle informazioni che possono essere richieste alle MPMI nell’ambito della catena del valore**.

Tale meccanismo era stato originariamente introdotto dalla CSRD con riferimento alle sole PMI quotate soggette agli obblighi di rendicontazione ⁽⁴⁸⁾. Il pacchetto “*Omnibus I*” ne estenderebbe invece l’applicazione a tutte le imprese con meno di mille dipendenti che operano nella catena del valore di un’impresa soggetta agli obblighi di rendicontazione della CSRD, riconoscendo loro il diritto di rifiutare richieste informative ulteriori rispetto a quelle previste dallo *standard* volontario ⁽⁴⁹⁾. Un analogo principio è ribadito anche nella raccomandazione VSME 2.0, che, nelle more dell’adozione del pacchetto “*Omnibus I*” e dei relativi atti delegati, invita gli Stati membri a introdurre sin da ora, nei rispettivi ordinamenti nazionali, un *value chain cap* già applicabile con riferimento al VSME 2.0 nella loro versione provvisoria.

⁽⁴⁶⁾ TAVOLO PER LA FINANZA SOSTENIBILE, [Il Dialogo di Sostenibilità tra PMI e Banche. Documento di consultazione](#), 2024.

⁽⁴⁷⁾ TAVOLO PER LA FINANZA SOSTENIBILE, [Il Dialogo di sostenibilità tra PMI e Banche. Tabella di interoperabilità tra Documento PMI-Banche e VSME](#), 2025.

⁽⁴⁸⁾ Art. 1, par. 8, CSRD.

⁽⁴⁹⁾ EUROPEAN PARLIAMENT, [Certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements](#), 2025, P10_TA(2025)0324, art. 2, par. 8.

Quanto alla portata del *value chain cap*, il legislatore europeo riserva agli Stati membri la scelta, in sede di recepimento, tra una impostazione restrittiva e una impostazione estensiva ⁽⁵⁰⁾:

Focus 1 - La portata del value chain cap

(1) Opzione 1 - impostazione restrittiva:

— il *value chain cap* si applica solo alle informazioni di sostenibilità richieste dalle imprese che vi sono soggette, per adempiere agli obblighi di rendicontazione della CSRD;

— per tutte le altre finalità possono essere richieste alle MPMI informazioni di sostenibilità ulteriori rispetto a quelle richieste dal VSME 2.0.

(2) Opzione 2 - impostazione estensiva:

— il *value chain cap* si applica alle informazioni di sostenibilità richieste per qualsiasi finalità;

— in nessun caso possono essere richieste alle MPMI informazioni di sostenibilità ulteriori rispetto a quelle richieste dal VSME 2.0, salvo le eccezioni espressamente previste dalla direttiva o dai decreti attuativi.

L'eventuale adesione dell'Italia all'impostazione restrittiva sembrerebbe presentare alcune criticità. In primo luogo, infatti, sia lo *standard* VSME sia il *value chain cap* sono già concepiti in modo da accogliere, entro confini definiti, le esigenze informative degli *stakeholder*. Restringere l'efficacia del *value chain cap* alle sole richieste funzionali agli obblighi di rendicontazione rischierebbe però di **svuotare il medesimo della propria portata protettiva** quale limite ultimo delle rendicontazione volontaria di sostenibilità, consentendo in via generale agli *stakeholder* di avanzare richieste ulteriori e potenzialmente disomogenee, in contrasto con gli obiettivi di semplificazione e proporzionalità che sorreggono la rendicontazione volontaria nel pacchetto "*Omnibus I*". Inoltre, spesso risulta difficile distinguere con precisione la ragione dietro alla specifica richiesta informativa, rendendo la disciplina restrittiva di difficile applicazione pratica.

⁽⁵⁰⁾ La proposta *Omnibus I* adotta in realtà esplicitamente un'interpretazione restrittiva del *value chain cap*, ma tale previsione può essere intesa come forma di armonizzazione minima, rispetto al quale gli Stati membri possono andare oltre nell'implementare l'istituto. Proprio in questo senso, dispone la raccomandazione VSME 2.0 che, invece, incoraggia gli Stati membri ad adottare un *value chain cap* dalla portata generale (v. EUROPEAN PARLIAMENT, (nt. 9), art. 2, par. 4, lett. b), i)); raccomandazione VSME 2.0., p. 4).

4.3. *L’eccezione al value chain cap: le informazioni ulteriori che possono essere richieste alle MPMI sulla base della natura e della tipologia dell’impresa.*

Nel VSME 2.0, il *value chain cap* non opera, tuttavia, come limite assoluto. La raccomandazione VSME 2.0 prevede che le grandi imprese, infatti, non possano richiedere alle MPMI informazioni ulteriori rispetto a quelle previste dallo *standard* VSME, *salvo che* in funzione della natura e della tipologia delle attività svolte dall’impresa, possa risultare opportuno includere **informazioni ulteriori** ⁽⁵¹⁾.

L’ampiezza dell’eccezione appare tuttavia foriera di significativi margini di incertezza. Essa è infatti idonea a estendere potenzialmente in modo indefinito i confini della rendicontazione di sostenibilità. Allo stesso tempo, l’individuazione delle specificità dell’impresa costituisce un’operazione non univoca, che rischia di impedire alle MPMI di prevedere con sufficiente precisione quali informazioni potranno essere loro richieste. Ne deriva il concreto rischio che un utilizzo estensivo dell’eccezione finisca per compromettere gli obiettivi di semplificazione e proporzionalità perseguiti dallo *standard* VSME 2.0 e dal *value chain cap*.

Al fine di ridurre tali margini di incertezza, appare dunque utile procedere a un’ulteriore opera di specificazione, che è destinata a confluire in quella già svolta con riferimento alle informazioni richiedibili nell’ambito del “modulo completo”. In particolare, risulta opportuno coinvolgere gli *stakeholder* rilevanti al fine di **individuare e circoscrivere le informazioni che possono essere legittimamente richieste** in quanto riconducibili a prassi di settore. Anche in questo caso, la Tabella di interoperabilità elaborata nell’ambito del Dialogo PMI-Banche costituisce un esempio significativo, nel momento in cui individua i *datapoint* ulteriori rispetto a quelli previsti dal VSME che nella prassi sono richiesti dagli istituti di credito.

4.4. *PMI quotate e rendicontazione volontaria.*

Ai sensi del decreto attuativo della CSRD, come visto, le PMI quotate sono assoggettate agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità indipen-

⁽⁵¹⁾ Allegato 1, 4. L’eccezione è già prefigurata, invero, nella disciplina del pacchetto “*Omnibus I*”, nei Considerando, quale informazione “volontariamente” rilasciata dalla MPMI (v. EUROPEAN PARLIAMENT (nt. 9), Considerando 19). Incerto appare, quindi, il raccordo con i principi dello *standard* di rendicontazione provvisorio, dove costituisce un’eccezione vera e propria, non essendo agevole comprendere se la PMI cui viene richiesta tale informazione possa rifiutarsi o meno di fornirla. Sembra, dunque, necessario dover attendere gli *standard* definitivi.

dentemente dalle loro dimensioni. Al fine di attenuare l'onere regolatorio, il decreto prevede tuttavia l'applicazione di uno *standard* di rendicontazione semplificato rispetto a quello generale, il c.d. **Standard for Listed SMEs, small banks and captive insurances (LSME)** ⁽⁵²⁾. Tale *standard* avrebbe dovuto essere elaborato dall'EFRAG e successivamente adottato dalla Commissione mediante atto delegato.

Il pacchetto "*Omnibus I*" modifica radicalmente questo assetto, sottraendo le MPMI, anche quando quotate, alla portata applicativa degli obblighi di rendicontazione di sostenibilità previsti dalla CSRD. Per tali soggetti, la rendicontazione di sostenibilità rimane dunque eventuale e volontaria. Proprio in ragione di tale mutamento di scenario, l'EFRAG ha interrotto i lavori sullo *standard* LSME, che avrebbero dovuto originariamente entrare in vigore il 1° gennaio 2026 e che, pur essendo stati elaborati in una prima versione, non sono mai stati formalmente proposti né adottati dalla Commissione europea, restando pertanto privi di efficacia vincolante ⁽⁵³⁾.

In questo nuovo contesto si pone allora la questione se le PMI quotate possano fare ricorso al VSME, di cui si è detto nel par. 4.1. Le fonti normative offrono, sul punto, indicazioni non del tutto univoche. Da un lato, il pacchetto "*Omnibus I*" adotta una formulazione ampia, estendendo l'elaborazione di *standard* volontari, tramite atti delegati della Commissione europea, a tutte le imprese escluse dalla rendicontazione obbligatoria, e dunque, nel nuovo assetto normativo, sembrerebbero rientrarvi anche le PMI quotate. Analogo ambito soggettivo è previsto per l'applicazione del *value chain cap*. Dall'altro lato, la raccomandazione VSME 2.0. adotta un'impostazione più circoscritta, riferendo il VSME esclusivamente alle PMI non quotate e alle microimprese, pur estendendo, tuttavia, il *value chain cap* a tutte le imprese al di sotto delle soglie dimensionali ⁽⁵⁴⁾.

Anche in questo caso, nelle more di un futuro intervento della Commissione, il legislatore nazionale potrà valutare l'opportunità di **estendere l'applicazione del VSME e del *value chain cap* anche alle PMI quotate**, valorizzando un fenomeno di particolare rilievo nel contesto italiano ⁽⁵⁵⁾, nel quale le opportunità offerte dalla rendicontazione volontaria risultano par-

⁽⁵²⁾ Art. 3, comma 1, d. lgs. 125/2024.

⁽⁵³⁾ EFRAG, *ESRS LSME (ESRS for Listed SMEs)*, 2024.

⁽⁵⁴⁾ EUROPEAN COMMISSION (nt. 44), 6.

⁽⁵⁵⁾ Il fenomeno delle PMI quotate in Italia presenta una dimensione tutt'altro che marginale ed è oggetto di specifiche politiche di promozione. Secondo i dati disponibili, le PMI quotate - in base ai criteri di capitalizzazione del d.lgs. 58/1998 (TUF) (art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1*), TUF) - sono circa 134. V. ad esempio, CONSOB, *Emittenti azioni quotate "PMI"* (ai sensi dell'art. 1 *w-quater*). Inoltre, il segmento Euronext Milan STAR risulta

ticolaramente significative, sia in considerazione del ruolo degli investitori istituzionali quali principali fonti di finanziamento per tale tipologia di imprese, sia in ragione della peculiare attitudine dei mercati regolamentati ad attrarre e premiare realtà imprenditoriali caratterizzate da uno specifico impegno in materia di sostenibilità.

4.5. *PMI con strumenti ammessi alla negoziazione sui mercati di crescita.*

Particolare rilevanza assumono le MPMI i cui strumenti finanziari sono negoziati sui c.d. mercati di crescita per le PMI, ossia sedi di negoziazione distinte dai mercati regolamentati, sulle quali le società non sono formalmente considerate “quotate”. Tali mercati si caratterizzano per un assetto regolamentare più flessibile e proporzionato rispetto ai mercati regolamentati, il che ne spiega la crescente centralità nelle politiche dell’Unione europea volte a favorire l’accesso al finanziamento e la crescita delle MPMI, in particolare di quelle più innovative e con maggiori potenzialità di sviluppo ⁽⁵⁶⁾; la rilevanza per MPMI dei mercati di crescita trova riscontro anche con riguardo al principale mercato di crescita italiano, Euronext Growth Milan (già AIM Italia), che accoglie un numero significativo di MPMI ⁽⁵⁷⁾ (209) e registra ogni anno nuove ammissioni (16 nel 2025) ⁽⁵⁸⁾.

Nel contesto della disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità, tali imprese occupano una posizione peculiare. Da un lato, esse rientrano formalmente nella categoria delle PMI non quotate o delle microimprese e sono pertanto assoggettate alla disciplina dello *standard* volontario VSME. Dall’altro lato, presentano esigenze in parte assimilabili a quelle delle PMI quotate, in particolare per il ruolo rilevante svolto dagli investitori istituzionali quale fonte di finanziamento. I mercati di crescita, similmente ai mercati regolamentati tendono ad accogliere imprese caratterizzate da una propensione più elevata all’adozione di pratiche di rendicontazione di sostenibilità,

espressamente orientato alle imprese di medie dimensioni, favorendone l’accesso al finanziamento attraverso requisiti particolarmente stringenti in materia di trasparenza e *governance*. V. EURONEXT MILAN, *Borsa Italiana per le PMI. Primary Markets Italy*, 2025.

⁽⁵⁶⁾ Il Legislatore dell’Unione è, infatti, recentemente intervenuto sulla disciplina dei mercati di crescita nell’ambito della riforma c.d. *Listing Act*, V. COMMISSIONE EUROPEA, *SME Listing on Public Market*.

⁽⁵⁷⁾ Individuate secondo il criterio di capitalizzazione rilevante ai fini del TUF (v. nt. 55).

⁽⁵⁸⁾ EURONEXT MILAN, (nt. 55).

come dimostra l'elevata percentuale di imprese che già rendicontano informazioni di sostenibilità su base volontaria (36% imprese ammesse) ⁽⁵⁹⁾.

L'intervento del pacchetto "Omnibus I" e la successiva riformulazione, nonché il significativo alleggerimento dello *standard* VSME operato dalla raccomandazione VSME 2.0, impongono di riconsiderare la posizione delle MPMI negoziate sui mercati di crescita. Per tali imprese, la necessità di **standardizzare il set informativo** richiesto dal VSME sembra emergere con particolare intensità, soprattutto in ragione delle potenziali pressioni provenienti dagli investitori istituzionali, che potrebbero condurre a un'estensione significativa del novero delle informazioni ulteriori che, come visto, possono essere richieste alle MPMI sulla base delle specificità dell'impresa, quale eccezione al *value chain cap* (cap. 3, par. 4.3). Apparrebbe preferibile avviare una riflessione a livello di singoli mercati e segmenti, con modalità simili a quelle già proposte per le PMI quotate, volte a individuare *ex ante*, con maggiore certezza, le informazioni che possono essere legittimamente richieste agli emittenti.

5. Conclusioni.

Le recenti proposte di riforma prospettano di incidere in modo significativo sull'ambito di applicazione della rendicontazione di sostenibilità, con l'obiettivo di evitare che eccessivi oneri informativi ricadano — direttamente o anche solo indirettamente in quanto imprese inserite nella catena del valore di grandi imprese — sulle micro, piccole e medie imprese (cap. 1). **Se è vero che si alleggeriscono gli obblighi di disclosure per le MPMI, è altrettanto vero che la rendicontazione di sostenibilità si presta ad essere letta sempre più come un'opportunità.** La sua adozione volontaria può infatti generare benefici molteplici che vanno dal rafforzamento reputazionale al miglioramento dei rapporti con i *partner* commerciali.

Un profilo centrale riguarda l'accesso al finanziamento. Da un lato, le banche attribuiscono un peso crescente ai profili di rischio legati alla sostenibilità, mostrando una maggiore disponibilità a riconoscere condizioni

⁽⁵⁹⁾ ANSA, *Euronext Growth Milan, il 36% delle società comunica aspetti ESG su base volontaria*, 2026. Proprio questa specifica configurazione ha indotto Assonime a dedicare un approfondimento agli obblighi di rendicontazione delle PMI negoziate sui mercati di crescita. Tale analisi, condotta in un momento antecedente al pacchetto "Omnibus I" attraverso il coinvolgimento degli *stakeholder* rilevanti, ha evidenziato la necessità di adattare gli *standard* VSME, nella loro formulazione originaria, al fine di individuare un adeguato bilanciamento tra le esigenze informative degli investitori istituzionali e il principio di proporzionalità degli oneri amministrativi gravanti sulle PMI. V. ASSONIME, *Linee Guida per il reporting di sostenibilità delle società quotate su Euronext Growth Milan*, Note e Studi n. 1/2024.

più favorevoli alle imprese con *performance* ESG positive. Dall'altro lato, la rendicontazione di sostenibilità facilita l'accesso al capitale non bancario, in quanto l'informazione sulla sostenibilità, al di là delle esigenze di gestione dei rischi, contribuisce a fornire agli investitori istituzionali una valutazione più ampia delle *performance* e della qualità della *governance* dell'impresa, riducendo le asimmetrie informative tra *management* e investitori. Infatti, il *reporting* di sostenibilità, grazie al suo intrinseco valore informativo, viene generalmente percepito in modo positivo dagli investitori, siano essi istituzionali, professionali o *retail*. Ancora, la rendicontazione di sostenibilità è elemento essenziale per accedere al crescente mercato di investimenti sostenibili (cap. 2, par. 2).

L'intervento pubblico incentiva le MPMI a cogliere tali opportunità riducendone i costi di *compliance* della rendicontazione volontaria. L'idea di fondo è che, una volta ristretto l'ambito della rendicontazione obbligatoria, la sostenibilità non venga abbandonata dalle MPMI, ma continui a essere praticata su base volontaria.

In tale prospettiva, **il *Voluntary Sustainability Reporting Standard* (VSME) può svolgere una funzione centrale, offrendo alle micro, piccole e medie imprese uno schema comune per rispondere alle richieste informative e riducendo la frammentazione delle sollecitazioni provenienti dagli stakeholder.** L'adesione a uno *standard* comune consente infatti di affrontare gli oneri informativi in maniera strutturata e prevedibile, riducendo il rischio, cui si è accennato in precedenza, di richieste frammentarie e disomogenee da parte di clienti, *partner* commerciali o istituzioni finanziarie. In questa prospettiva, la rendicontazione volontaria assume una funzione che va oltre la mera trasparenza informativa, configurandosi anche come uno strumento di razionalizzazione dei costi e di gestione più efficiente dei rapporti.

Nella sua versione riformulata il VSME si caratterizza per una maggiore flessibilità, grazie alla struttura modulare e al principio di pertinenza, che consentono di calibrare gli oneri informativi sulle effettive esigenze dell'impresa e dei suoi interlocutori.

A questa logica si collega il *value chain cap*, volto a fissare un limite massimo alle informazioni di sostenibilità che possono essere richieste alle MPMI, circoscrivendole, in linea di principio, ai contenuti previsti dal VSME, cui viene così attribuita una specifica funzione protettiva. Tuttavia, l'efficacia di tale strumento dipenderà in larga misura dalle scelte che adotterà il legislatore nazionale, chiamato a intervenire in un contesto normativo UE che lascia ampia discrezionalità agli Stati membri.

Un'attenzione specifica merita in tal senso la **rendicontazione volontaria di sostenibilità in funzione dell'accesso al credito bancario** e il conseguente ruolo che esperienze come il **Tavolo PMI-Banche** svolgono nel semplificare

l'adempimento alle richieste informative rivolte dagli intermediari alle PMI. Rilevante, appare, infine, la posizione delle imprese attive sui mercati pubblici o ibridi, come le PMI quotate e quelle ammesse alla negoziazione su mercati di crescita. In tali contesti, gli investitori diversi dalle banche assumono un ruolo determinante e rafforzano l'incentivo alla rendicontazione volontaria. Per le PMI quotate, in particolare, il venir meno degli obblighi di rendicontazione apre ampi spazi di intervento, anche in assenza di uno *standard* europeo dedicato, mentre per i mercati alternativi emerge l'esigenza di forme di coordinamento settoriale volte a contenere i costi informativi.

Ne consegue che, anche al di fuori di un'impostazione obbligatoria, **la rendicontazione volontaria di sostenibilità conserva una funzione essenziale**, purché strutturata in modo credibile e prevedibile, così da evitare, da un lato, adempimenti meramente formali e, dall'altro, oneri informativi eccessivi, rafforzando la fiducia degli operatori economici e finanziari. A tal fine, appare necessario che gli sforzi compiuti a livello europeo siano integrati da un intervento a livello nazionale, volto a coordinare e promuovere attivamente il dialogo tra tutti i soggetti pubblici e privati coinvolti, così da rendere la rendicontazione uno strumento diffuso e condiviso in grado di promuovere, oltre agli interessi generali connessi ai profili di sostenibilità, una più efficiente allocazione delle risorse e la complessiva crescita economica.

