



Numero 1 / 2025

Paolo TOMMASSETTI

Previdenza complementare e fattori “ESG”

Previdenza complementare e fattori “ESG”

Paolo TOMMASETTI

Università degli Studi di Milano

Abstract: L’articolo analizza la declinazione dei fattori sociali, ambientali e di buon governo societario (cc.dd. “ESG”) nelle politiche di investimento dei fondi pensione. Attraverso l’analisi della disciplina interna e delle recenti normative euro-unitarie, l’articolo s’interroga sulle diverse interpretazioni dei fattori “ESG” e sulla loro compatibilità con l’interesse previdenziale dei lavoratori e delle lavoratrici. Dall’analisi emerge come la svolta *stakeholderista* del diritto dell’Unione europea induca a considerare i fattori “ESG” non solo come rischi finanziari, ma anche e soprattutto come elementi imprescindibili per una strategia di sistema finalizzata a indirizzare i flussi di investimento del risparmio previdenziale verso la realizzazione di obiettivi di sviluppo sostenibile.

Abstract: This article analyses the application of social, environmental, and governance factors (so-called “ESG”) into the investment policies of pension funds. Through an analysis of domestic legislation and recent EU law, this article explores the different interpretations of ESG factors and their compatibility with workers’ interests. The analysis highlights how the European Union’s shift toward a stakeholder-oriented approach leads to considering ESG factors not only as financial risks but also, and above all, as essential elements of a systemic strategy aimed at directing pension savings investment flows toward achieving sustainable development goals.

Sommario: 1. Premessa – 2. La disciplina dei fattori sociali, ambientali e di buon governo societario (cc.dd. “ESG”) nel diritto euro-unitario – 3. Lo *stakeholderism* c.d. debole dell’ordinamento previdenziale – 4. Dalla concezione debole alla concezione c.d. forte dello *stakeholderism* – 5. *Segue:* fattori “ESG” e principio di c.d. doppia materialità – 6. Considerazioni conclusive

1. Premessa

Nel regime di capitalizzazione che contraddistingue la previdenza complementare nel sistema italiano di sicurezza sociale, la soddisfazione delle aspettative dei lavoratori aderenti al fondo pensione presuppone che il capitale previdenziale accumulato sia sottoposto ad un processo di elaborazione finanziaria tale da determinarne un tendenziale accrescimento. La disciplina interna dei fondi di previdenza complementare, in linea con la cornice normativa di derivazione euro-unitaria, detta specifiche norme volte a garantire che questo processo di elaborazione finanziaria

sia strettamente funzionale all'obiettivo di tutelare l'interesse previdenziale del soggetto contribuente¹, assicurandogli "più elevati livelli di copertura"².

Ciò è tanto più importante se si considera l'obbligo per i fondi di previdenza complementare di adottare il sistema di gestione a contribuzione definita. A differenza dei fondi a prestazione definita, che consentono ai lavoratori autonomi e ai liberi professionisti di conoscere a priori quale sarà l'entità della prestazione finale, attraverso l'adeguamento del trattamento contributivo ai rendimenti generati nel corso del tempo, i sistemi a contribuzione definita sono caratterizzati da un ammontare contributivo prestabilito su base contrattuale e da una prestazione finale il cui importo risulta variabile. La prestazione pensionistica finale, infatti, dipenderà dagli importi accumulati nel corso degli anni e dai rendimenti finanziari ottenuti dal fondo in fase di gestione. In questo caso, il lavoratore conosce in partenza quanto dovrà versare periodicamente, sotto forma di percentuale minima della propria retribuzione stabilita dal contratto collettivo (nel caso dei fondi negoziali), ma non l'importo finale della prestazione, il cui valore sarà influenzato dall'andamento del mercato finanziario e dalle capacità del gestore a cui il fondo affida in gestione il risparmio previdenziale dei lavoratori e delle lavoratrici aderenti. Oltre che dal capitale accumulato attraverso il versamento dei contributi, in sintesi, l'entità della prestazione previdenziale integrativa dipenderà dal risultato della gestione a cui il capitale viene sottoposto, dalla qualità e dall'efficienza della stessa³.

Così congegnato, il sistema di gestione a contribuzione definita poggia su un equilibrio che oscilla tra il controllo sindacale del valore minimo del contributo, risultante dalle dinamiche contrattuali proprie dei sistemi di relazioni industriali da cui i fondi negoziali traggono origine⁴, e la gestione finanziaria del rischio di investimento del risparmio previdenziale che riposa, di fatto, sulle spalle

¹ Sui profili tecnico-normativi attraverso cui l'ordinamento persegue questo obiettivo, resta in larga parte attuale la monografia di E. Righini, *La gestione "finanziaria" del patrimonio dei fondi pensione chiusi*, Giuffrè, 2006, cui *adde*, tra i principali saggi comparsi sul tema nella letteratura giuslavoristica, M. Squeglia, *Gestione finanziaria nei fondi pensione negoziali tra vincolo previdenziale, massimizzazione dei rendimenti e modelli alternativi di gestione*, in *Mass. Giur. Lav.*, 2011, n. 5, 345 ss., S. Landini, *Soggetti gestori, modelli gestionali e strutture di controllo*, in M. Cinelli (a cura di), *Previdenza complementare, Art. 2123 c.c.*, in P. Schlesinger (fondato da), *Il codice civile commentato*, Giuffrè, 2010, 171 ss. e R. Casillo, *La gestione del patrimonio dei fondi di previdenza complementare*, in G. Ferraro (a cura di), *La previdenza complementare nella riforma del Welfare* (Tomo 1 – Parte generale), Giuffrè, 2000, 167- 233.

² Recitava così la norma di apertura del decreto legislativo 124/1993, definita in dottrina come "norma di scopo" dell'ordinamento previdenziale (M. Bessone, *La previdenza complementare*, Giappichelli, 2000, 7). La formula è stata riprodotta senza variazioni all'art. 1 del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.

³ R. Casillo, *La gestione del patrimonio dei fondi di previdenza complementare*, in G. Ferraro (a cura di), *La previdenza complementare nella riforma del Welfare* (Tomo 1 – Parte generale), Giuffrè, 2000, 167- 233, qui 169.

⁴ S. Giubboni, *La previdenza complementare tra libertà individuale e interesse collettivo*, Cacucci, 2009; R. Vianello, *Previdenza complementare e autonomia collettiva*, Cedam, 2004.

del contribuente⁵. La combinazione tra questi due fattori incentiva una gestione prudentiale del risparmio previdenziale e dei relativi investimenti: nel privilegiare la sicurezza rispetto al rendimento⁶, consente di ottenere un ritorno economico compatibile col minore rischio⁷, da perseguire in un’ottica di lungo-termine e di sostenibilità⁸. Sarà pertanto chiaro il significato e tutto il rilievo delle regole che la disciplina della previdenza complementare prescrive in ordine alla “sana e prudente” gestione delle risorse finanziarie del fondo pensione⁹, secondo una politica normativa che, oggi, trova pieno riscontro nelle disposizioni della Direttiva 2016/2341/UE (c.d. IORP II)¹⁰.

2. La disciplina dei fattori sociali, ambientali e di buon governo societario (cc.dd. “ESG”) nel diritto euro-unitario

La considerazione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo societario (d’ora in avanti, fattori “ESG”) nelle politiche di investimento dei fondi negoziali è stata la naturale conseguenza di questo assetto istituzionale e normativo¹¹. In effetti, nella logica finanziaria di lungo termine che il sistema di gestione a contribuzione definita ha contribuito a consolidare, le scelte di investimento possono tenere conto di fattori che, pur generando un minore ritorno economico nel breve periodo, concorrano ad incrementare i rendimenti nel tempo¹². Se l’interesse previdenziale da soddisfare coincide con il mantenimento o l’incremento del valore accumulato sui conti individuali dei lavoratori contribuenti, quindi, è legittimo e anzi auspicabile per i fondi

⁵ M. Persiani, *La previdenza complementare tra iniziativa sindacale e mercato finanziario*, in *ADL*, 2001, 3, 715 ss., spec. 721-723.

⁶ M. Persiani, *La previdenza complementare*, Cacucci, 2022, 50-51.

⁷ Cfr. M. Bessone, *La previdenza complementare*, cit., 324-325 e R. Casillo, *La gestione del patrimonio dei fondi di previdenza complementare*, in G. Ferraro (a cura di), *La previdenza complementare nella riforma del Welfare* (Tomo 1 – Parte generale), Giuffrè, 2000, 167- 233, spec. 172.

⁸ M. Squeglia, *Il regime finanziario della capitalizzazione nella previdenza complementare: un sistema “perfetto” per le generazioni future?*, in *DRI*, 2019, 1, 81 ss.; A. Valeriani, *Il ruolo degli investitori previdenziali nello sviluppo sostenibile. Opportunità strategica e dovere fiduciario*, in *Working Paper ADAPT*, 2018, n. 1, spec. 6-7.

⁹ S. Landini, *Soggetti gestori, modelli gestionali e strutture di controllo*, in M. Cinelli (a cura di), *Previdenza complementare, Art. 2123 c.c.*, in P. Schlesinger (fondato da), *Il codice civile commentato*, Giuffrè, 2010, 171 ss., spec. 180-183, 191 e 196-207.

¹⁰ Art. 19, comma 1, e Art. 21, comma 1, Direttiva 2016/2341/UE.

¹¹ Nel prevedere che gli istituti previdenziali si dotino di un sistema efficace di governance, che consenta una gestione sana e prudente delle loro attività, l’art. 21, comma 1, Direttiva 2016/2341/UE dispone, tra le altre cose, che il predetto sistema di governance debba tenere in considerazione i fattori ambientali, sociali e di buon governo societario connessi alle attività di investimento nelle decisioni di investimento.

¹² Commissione Europea, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, 2.

pensione prendere in considerazione nelle loro politiche di investimento tutti quei fattori che, nel lungo periodo, possono concorrere a soddisfare quell’interesse.

Questi elementi ricostruttivi aiutano a spiegare buona parte della ratio sottesa al “nuovo” art. 6, comma 14, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252¹³, in forza del quale “Le forme pensionistiche complementari possono tener conto del potenziale impatto a lungo termine delle loro decisioni di investimento sui fattori ambientali, sociali e di governo societario”. Nel recepire l’art. 19, comma 1, lettera b), della Direttiva (UE) 2016/2341, tuttavia, il legislatore italiano ha riprodotto l’ambiguità della corrispondente disposizione euro-unitaria, la cui interpretazione conduce a contenuti di significato differenti a seconda dell’approccio interpretativo prescelto.

Il dubbio interpretativo è il seguente: da una interpretazione strettamente letterale della disposizione, parrebbe che il legislatore euro-unitario presupponga che le decisioni di investimento degli istituti previdenziali, al pari di ogni altro investitore che operi sul mercato della finanza, possano avere un impatto sui fattori “ESG”. I fondi pensione sarebbero pertanto legittimati a orientare le proprie politiche finanziarie in modo da generare esternalità positive su quei fattori, o quanto meno, in modo da non produrre esternalità negative sugli stessi.

Pur ponendosi in linea di continuità con la razionalità materiale del sistema finanziario, in considerazione della indubbia influenza che il mercato della finanza produce sulla evoluzione del sistema economico-sociale globalmente inteso, questa attribuzione di significato alla norma potrebbe non essere pienamente compatibile con la razionalità previdenziale. Invero, le politiche di investimento dei fondi pensione sarebbero, secondo una impostazione tradizionale del problema, esposte al rischio derivante dal potenziale contrasto con l’interesse previdenziale tutelato, posto che la considerazione dei fattori sociali, ambientali e di governance secondo quei canoni interpretativi, potrebbe inficiare il rendimento dell’investimento e quindi la tutela di quell’interesse¹⁴. Tant’è che la dottrina impegnata nei primi tentativi di sistemazione teorica della materia era stata reticente verso le prospettive della finanza sostenibile, escludendo la possibilità di un utilizzo strumentale della gestione finanziaria del risparmio pensionistico per finalità sociali

¹³ Come risultante dalle modifiche e dalle integrazioni apportate dal decreto legislativo 13 dicembre 2018, n. 147, di recepimento della Direttiva (UE) 2016/2341.

¹⁴ Ne discute R. Vianello, *Previdenza complementare e transizione ecologica*, in *Dir. rel. ind.*, 2022, n. 3, 737-764, spec. 757-758.

che, pur essendo meritevoli di tutela, esulano dalla stretta aderenza all'interesse previdenziale che deve costituirne "l'esclusiva ragion d'essere"¹⁵.

È questa la classica obiezione che, in linea con le più ampie resistenze a riconoscere la funzione sociale dell'impresa accanto all'interesse tipico del profitto¹⁶, una parte consistente della dottrina e della giurisprudenza anglosassone ha tradizionalmente rivolto a chi ha tentato di legittimare, dal punto di vista giuridico, uno sviluppo dell'attivismo finanziario dei fondi pensione in senso etico o anche solo "responsabile", ovvero in funzione di raggiungere obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale¹⁷. Si è storicamente detto: la torsione etico-sociale delle politiche finanziarie dei fondi pensione contravviene gli obblighi fiduciari in capo agli istituti previdenziali. Obblighi fiduciari che, nel sistema normativo del *trust* che governa l'affidamento della gestione dei fondi a gestori professionali¹⁸, sono tanto stringenti da costringere l'interprete ad una lettura restrittiva delle disposizioni rilevanti in materia, in modo da circoscrivere e indirizzare quanto più possibile i margini di azione nella movimentazione finanziaria del risparmio previdenziale al solo scopo di ottenere il massimo rendimento per i soggetti beneficiari¹⁹. Nessuna logica avulsa dall'obiettivo di ottenere il massimo ritorno economico dell'investimento può penetrare, secondo questa impostazione dottrinale e giurisprudenziale, nelle politiche finanziarie dei fondi pensione.

3. Lo *stakeholderism* c.d. debole dell'ordinamento previdenziale

A questa obiezione, si è opposto un orientamento interpretativo di medio raggio, maggiormente coerente con una lettura del problema che tende a giustificare la considerazione dei fattori "ESG"

¹⁵ M. Bessone, *La previdenza complementare*, cit., 118.

¹⁶ E. Barcellona, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al profitto*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, spec. Cap. II. Cenni anche in A. Candian, *Gestione delle risorse e sistema delle garanzie*, in A. Candian, M. Squeglia, A. Tursi, *Manuale della previdenza complementare*, Giappichelli, 2022, 189-202, spec. 196.

¹⁷ Spunti e riferimenti in questo senso, in R. Vianello, *Previdenza complementare e transizione ecologica*, cit., spec. 741-743. Con particolare riferimento alla dottrina e alla giurisprudenza Nordamericana, cfr. D. Webber, *The Rise of the Working-Class Shareholder. Labor's Last Best Weapon*, Harvard University Press, 2018 e L. Daniels, Y. Stevens, D. Pratt, *Environmentally friendly and socially responsible investment in and by occupational pension funds in the USA and in the EU*, in *European Journal of Social Security*, 2021, 247 ss.

¹⁸ G. Ponzanelli, *I fondi pensione nell'esperienza nordamericana e in quella italiana*, in *Riv. Dir. civ.*, 1988, I, 108-166. Cfr. altresì gli articoli di Pietro Schiavone e Federico Maria Putaturo Donati sulla previdenza complementare negli Stati Uniti, pubblicati in G. Ferraro (a cura di), *La previdenza complementare nella riforma del Welfare*, Giuffrè, 2000.

¹⁹ Seppur con i necessari adattamenti del caso, obblighi fiduciari in capo ai soggetti gestori sono ricavabili anche nel nostro ordinamento. Per una analisi sistematica del tema, si rimanda, oltre a G. Ponzanelli, *I fondi pensione...*, cit., a R. Lener, *Concorrenza fra gestori di fondi pensione e fiduciary duties*, in *Riv. Prev. Pubbl. e Priv.*, n. 6, 2001, 88.

nelle politiche di investimento dei fondi pensione in quanto strettamente funzionali a tutelare l'interesse dei contribuenti. Nella misura in cui i fattori sociali, ambientali e di governance rappresentino un potenziale rischio per il rendimento dell'investimento, allora, la considerazione di quei fattori non si porrebbe in contrasto con l'obbligo di garantire l'interesse previdenziale che il fondo pensione e il soggetto gestore hanno nei confronti dei lavoratori e delle lavoratrici. La considerazione dei fattori “ESG” nelle politiche di investimento rappresenterebbe, all'opposto, una opportunità per conseguire una più vantaggiosa combinazione tra rischio e rendimento.

Sembra proprio questa, *prima facie*, l'opzione interpretativa accolta dal legislatore euro-unitario e recepita nel nostro ordinamento²⁰. Una opzione interpretativa che, tuttavia, riflette la concezione debole dello *stakeholderism*, nella quale i fattori “ESG” si collocano in una posizione prettamente strumentale all'obiettivo di assicurare più elevati livelli di copertura, non comportando alcun effetto sostanziale sui canoni deontici di gestione dell'impresa-fondo²¹. Il fine ultimo del fondo pensione, secondo questa impostazione, resterebbe la tutela dell'interesse previdenziale del soggetto aderente, perseguita attraverso la massimizzazione del rendimento associata al minore rischio²².

La Direttiva (UE) 2016/2341 è invero sufficientemente chiara nel collocare il “potenziale impatto a lungo termine delle decisioni di investimento sui fattori ambientali, sociali e di governance” nell'ambito del principio della “persona prudente”²³, che nel nostro ordinamento trova declinazione nel corrispondente principio della “sana e prudente gestione”²⁴. In questa prospettiva, le norme veicolate dall'art. 19, comma 1, lettera b), Direttiva (UE) 2016/2341 e dal corrispondente art. 6, comma 14, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, andrebbero interpretate al rovescio rispetto al dato letterale, tenendo conto cioè che i fattori “ESG” possono avere un potenziale impatto a lungo termine sulle decisioni di investimento. Ragione per cui, come vedremo tra breve, a questo orientamento interpretativo è consequenziale la razionalizzazione di quei fattori nella categoria dei cosiddetti *rischi finanziari*.

²⁰ A. Candian, *Gestione delle risorse e sistema delle garanzie*, cit., 199.

²¹ E. Barcellona, *Shareholderism versus stakeholderism*, op. cit., 124 e *passim*.

²² È la posizione di R. Vianello, *Previdenza complementare e transizione ecologica*, cit., 747-748 e 761-762, ad esempio.

²³ Art. 19, comma 1, lettera b), Direttiva (UE) 2016/2341.

²⁴ Art. 4-bis, comma 1, Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, come modificato dal decreto legislativo 13 dicembre 2018, n. 147.

Nonostante questa seconda interpretazione si discosti dal dato letterale della disposizione in commento, appare senz'altro più coerente con la razionalità complessiva del fenomeno previdenziale²⁵, nonché con la *ratio* di fondo della riforma che la Direttiva (UE) 2016/2341 ha voluto imprimere al sistema di governance finanziaria dei fondi pensione. Nel legittimare la considerazione dei fattori “ESG” nelle politiche di investimento dei fondi pensione, questa opzione interpretativa conduce a considerarli non come obiettivi ulteriori all'interesse previdenziale, ma come potenziali fattori di rischio che si frappongono alla soddisfazione di quell'interesse. Non desta stupore che, in ottemperanza all'art. 25, comma 2, lettera g), della Direttiva, il legislatore del 2018 abbia ricondotto i fattori ambientali, sociali e di buon governo societario connessi al portafoglio di investimenti e alla relativa gestione nel novero dei rischi che il fondo pensione è tenuto a prevenire, anticipare e monitorare nella gestione del proprio sistema di governance e nelle rispettive politiche di investimento²⁶.

Del resto, è pacifico che la mancata considerazione dei fattori “ESG” da parte degli emittenti di titoli di capitale o di debito possa compromettere la performance economica degli stessi, riflettendosi in negativo sugli interessi degli investitori, sul relativo merito di credito o, ancora, sulla sostenibilità degli impegni assunti, prefigurando quello che il Regolamento (UE) 2088/2019 definisce “rischio di sostenibilità”²⁷. Si tratta di una fattispecie di rischio che, come opportunamente rilevato dalla Piattaforma europea per la finanza sostenibile, non costituisce una categoria distinta dai più tradizionali rischi finanziari.

I rischi associati ai fattori “ESG”, a ben vedere, hanno natura reputazionale, di mercato, di liquidità, operativa e assicurativa²⁸. In quanto tali, tutti questi fattori di rischio si possono tradurre in un impatto negativo sul valore di portafoglio delle *asset class* in cui il patrimonio del fondo pensione è investito e, giocoforza, sull'interesse previdenziale da tutelare²⁹. Esemplicative

²⁵ Cfr. A. Valeriani, *Il ruolo degli investitori previdenziali nello sviluppo sostenibile*, op. cit., per la quale “l'adozione di strategie di investimento ESG appare coerente con il dovere fiduciario che fondi pensione e casse professionali hanno nei confronti dei propri iscritti; dovere fiduciario che pertanto può in concreto essere esercitato senza che vi sia un *trade-off* da gestire tra obiettivi di carattere meramente finanziario e obiettivi di responsabilità sociale” (p. 7).

²⁶ Art. 5-ter, comma 4, lettera g), Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252. In questo senso, cfr. Covip, Deliberazione del 29 luglio 2020.

²⁷ L'art. 2, punto 22, del Regolamento (UE) 2088/2019 definisce il rischio di sostenibilità come un “evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento”.

²⁸ Platform on Sustainable Finance, *Final report on social taxonomy*, 2022, 23.

²⁹ A. Valeriani, *Il ruolo degli investitori previdenziali nello sviluppo sostenibile*, op. cit., 6.

in tal senso sono le controversie sugli scandali ambientali, o quelle relative alla violazione dei diritti umani nelle catene globali del valore. In questi casi, i fondi pensione dovrebbero affrontare le esternalità negative che simili eventi comportano per le società partecipate (danni reputazionali, risarcimenti a fronte di contenzioso ecc.), il cui punto di caduta sarebbe, in ultima analisi, lo scarso rendimento degli investimenti effettuati.

In conclusione, le preoccupazioni sociali e ambientali divengono giustificabili, secondo la razionalità previdenziale deducibile dalla lettura della Direttiva (UE) 2016/2341 e della normativa interna di recepimento, purché abbiano senso dal punto di vista finanziario. Diversamente, l'investimento rischierebbe di porsi in contrasto con l'interesse previdenziale che dovrebbe soddisfare, violando il principio di sana e prudente gestione quale equivalente funzionale dell'obbligo fiduciario che il fondo pensione e i gestori professionali hanno nei confronti dei soggetti aderenti³⁰.

4. Dalla concezione debole alla concezione c.d. forte dello *stakeholderism*

Paradossalmente, a diverse conclusioni si giunge se alla ricostruzione prettamente previdenzialistica della disposizione in commento (art. 6, comma 14, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252), ci si approccia con le lenti del diritto finanziario europeo. Lenti che l'interprete non può fare a meno di indossare, atteso che il sistema normativo previdenziale non è una stella che vive di luce propria: proprio in virtù della capitalizzazione che li contraddistingue, i fondi di previdenza complementare rientrano nel campo di applicazione soggettivo del diritto finanziario e, per quanto riguarda le attività di investimento affidate in gestione, soggiacciono alle logiche proprie di questo sistema normativo³¹, di cui occorre tenere conto nella interpretazione di quelle norme

³⁰ R. Lener, *Concorrenza fra gestori di fondi pensione e fiduciary duties*, in *Riv. Prev. Pubbl. e Priv.*, n. 6, 2001, 88.

³¹ Di particolare attualità ritorna, in questa prospettiva, la tesi di G. Leone, *Interesse pubblico e interessi privati nella previdenza complementare*, in *DLRI*, 2001, 2, 306, secondo la quale l'interesse pubblico sotteso alla regolamentazione della materia "non afferisce all'area previdenziale lambita dalle disposizioni del d.lgs. 124/1993, come sembrano ritenere quanti richiamano a fondamento di quest'ultimo l'art. 38, co. 2, cost., bensì all'area del mercato finanziario".

di diritto previdenziale che legittimano e al tempo stesso condizionano le scelte finanziarie dei fondi pensione³².

In questa direzione di ricerca, bisogna registrare la tendenza del diritto finanziario europeo a incentivare lo sviluppo quantitativo e qualitativo degli investimenti sostenibili, in funzione di raggiungere sfidanti quanto incerti obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale.

Senza dubbio, la lotta al riscaldamento globale e la conseguente adozione di politiche di decarbonizzazione hanno rappresentato un fattore propulsivo verso la finanza sostenibile, accreditando una idea di sostenibilità in cui la dimensione ambientale dello sviluppo sia, per quanto possibile, integrata con quella socioeconomica. In particolare, l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici sancisce l'impegno della comunità internazionale a rendere "i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente al clima"³³. Sulla scorta dell'Accordo di Parigi e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, le istituzioni europee hanno rapidamente costruito un quadro normativo volto a favorire i flussi di capitale verso investimenti sostenibili. Con la comunicazione dell'8 marzo 2018, in particolare, la Commissione ha pubblicato il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile e inclusiva, lanciando un'ambiziosa strategia sulla finanza sostenibile, il cui pilastro fondativo sta proprio nel riorientamento dei flussi di capitali verso obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale³⁴.

Nell'economia di questo scritto non è possibile soffermarsi sull'ambiguità che circonda le nozioni di sostenibilità sociale e ambientale per come definite dal diritto finanziario europeo³⁵. Conviene però constatare come questo quadro normativo comprenda sia disposizioni specifiche riguardanti le politiche di investimento dei fondi pensione, come quelle che abbiamo finora discusso, sia previsioni applicabili ai servizi finanziari in generale che, indirettamente, diventano rilevanti anche per gli istituti previdenziali in quanto investitori istituzionali³⁶. Nel contesto di questo secondo

³² Per indicazioni metodologiche in questo senso, cfr. M. Cinelli, *Prefazione*, in S. Giubboni, *La previdenza complementare tra libertà individuale e interesse collettivo*, Cacucci, 2009, 9 e A. Tursi, *La previdenza complementare nel sistema italiano di sicurezza sociale. Fattispecie e disciplina giuridica*, Giuffrè, 2001, 1-3.

³³ Nazioni Unite, Accordo di Parigi, 12 dicembre 2015, articolo 2, comma 1, lettera c).

³⁴ Commissione Europea, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final.

³⁵ M. Squeglia, *Fattori ESG e previdenza complementare: problema di metodo e di merito, prima ancora che di obbligo?*, in *Lateran law review*, 2023, n. 1, 91-109.

³⁶ Si vedano, in particolare, la definizione di "partecipante ai mercati finanziari" fornita dall'art. 2, comma 1, punto 2, del Regolamento (UE) 2020/852, che ricomprende esplicitamente gli istituti previdenziali; la medesima definizione fornita dal

ambito normativo, di cui è necessario tenere conto nella interpretazione della disciplina previdenziale, per “finanza sostenibile” si deve intendere “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”³⁷. Adottando un modello di regolazione che riproduce la tecnica delle clausole sociali e delle condizionalità, la normativa promozionale in materia di finanza sostenibile mira, in estrema sintesi, a riorientare i flussi di capitali verso investimenti che consentano di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva, ovvero a gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali, nonché a promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie³⁸.

Già da questa prima e generale definizione appare chiaro come, nel quadro del diritto dell’Unione europea, i fattori sociali e ambientali non rilevino *soltanto* in quanto rischi finanziari. In linea con una concezione forte dello *stakeholderism*³⁹, essi rappresentano *anche* e soprattutto obiettivi di *policy*, da perseguire tramite un sistema di incentivi attraverso cui gli investimenti nel mercato della finanza siano valorizzati dalle istituzioni europee in quanto leva di politica industriale. Da questo punto di vista, norme di derivazione europea come quella veicolata dall’art. 6, comma 14, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, presentano un contenuto di significato complesso. E la loro interpretazione non può che restituire il dato di complessità che veicolano. In particolare, esse devono essere lette e interpretate alla luce del principio di cosiddetta “doppia materialità”, in forza del quale l’analisi e la valutazione di sostenibilità devono tenere conto sia di come i fattori “ESG” influenzano le performance finanziarie di un’azienda (nella dimensione della materialità finanziaria), sia di come le attività aziendali impattino su questioni sociali e ambientali (in termini di materialità esterna o di impatto).

5. *Segue*: fattori “ESG” e principio di c.d. doppia materialità

Regolamento (UE) 2019/2088 all’art. 2, comma 1, punto 1, lett. c) e punto 8; l’art. 1, comma 2, lett. e), della Direttiva 2017/828/UE.

³⁷ Commissione Europea, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, 2.

³⁸ Commissione Europea, *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, 2.

³⁹ E. Barcellona, *Shareholderism versus stakeholderism*, op. cit., 124.

Rileggendo l’art. 19, comma 1, lettera b), Direttiva (UE) 2016/2341 e il corrispondente art. 6, comma 14, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 alla luce del principio di doppia materialità, si rendono maggiormente visibili gli effetti che simili disposizioni producono sui canoni deontici di gestione del fondo da parte dei gestori professionali. Il principio di doppia materialità implica che le politiche finanziarie dei fondi pensione *possano* tenere conto delle esternalità positive e negative degli investimenti che mobilitano sui fattori “ESG”, senza che questo comporti, di per sé, una violazione dell’interesse previdenziale.

In favore di questa interpretazione, che nulla sottrae alla contestuale riconduzione dei fattori “ESG” nel novero dei rischi finanziari, depongono rilevanti elementi normativi di diritto positivo, tra i quali spiccano, per impatto qualitativo e quantitativo, il Regolamento (UE) 2020/852 (cosiddetto Regolamento “tassonomia”), il Regolamento (UE) 2019/2088 (cosiddetto Regolamento “disclosure”, per come integrato dal Regolamento delegato (UE) 2022/1288), e la Direttiva 2017/828/UE (Shareholder Rights Directive II) sull’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti, recepita nel nostro ordinamento dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49.

Alla declinazione del principio di doppia materialità sul piano normativo concorrono, innanzitutto, le previsioni del Regolamento “tassonomia”. Le premesse del Regolamento chiariscono che “il sistema finanziario dovrebbe essere adattato gradualmente per supportare un funzionamento sostenibile dell’economia. A tal fine, è necessario integrare pienamente nel sistema la finanza sostenibile e occorre tener conto dell’impatto dei prodotti e servizi finanziari in termini di sostenibilità”⁴⁰. In particolare, la messa a disposizione di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili è considerato “un modo efficace di incanalare gli investimenti privati verso le attività sostenibili”⁴¹. A questo scopo intende contribuire il Regolamento in discussione, stabilendo “i criteri per determinare se un’attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento”⁴².

Verso il medesimo obiettivo è indirizzato il Regolamento “disclosure”, le cui disposizioni devono essere lette alla luce del Regolamento “tassonomia” e del Regolamento delegato (UE) 2022/1288. Nel prendere atto dell’urgenza di fronteggiare i cambiamenti climatici, il Regolamento

⁴⁰ Regolamento (UE) 2020/852, considerando 10.

⁴¹ Regolamento (UE) 2020/852, considerando 11.

⁴² Regolamento (UE) 2020/852, art. 1, comma 1.

“disclosure” considera “necessari interventi urgenti per mobilitare capitali non solo mediante politiche pubbliche, ma anche da parte del settore dei servizi finanziari. Pertanto, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero essere tenuti a comunicare informazioni specifiche circa i loro approcci all’integrazione dei rischi di sostenibilità e alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità”⁴³. In questo senso, il Regolamento mira a ridurre l’asimmetria informativa dettando norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari sia per quanto riguarda l’integrazione dei rischi di sostenibilità ai sensi degli artt. 4, 7 e 8 del Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. *light green*), sia per quanto riguarda gli effetti negativi per la sostenibilità e alla promozione di specifici obiettivi di investimento sostenibile, come definiti dallo stesso Regolamento⁴⁴ e dal Regolamento “tassonomia”⁴⁵ (c.d. *dark green*).

Anche il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario rappresenta un ambito di ulteriore declinazione del principio di doppia materialità. Nella logica di fondo che ispira la recente evoluzione *stakeholderista* del diritto finanziario europeo, difatti, il coinvolgimento degli azionisti è considerato una delle leve che possono essere azionate per migliorare i risultati delle società “anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite”⁴⁶. Per questo motivo, il legislatore europeo prescrive che i gestori attivi e gli investitori istituzionali, tra cui i fondi di previdenza complementare, sviluppino e comunichino al pubblico una politica di impegno che descriva, tra le altre cose, le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi i *rischi* e l’*impatto* sociale e ambientale⁴⁷.

6. Considerazioni conclusive

La disamina di analoghe norme di sistema potrebbe continuare a lungo. Ma nulla aggiungerebbe all’argomento che intendiamo sostenere. Rilevanti dati di diritto positivo inducono a considerare

⁴³ Regolamento (UE) 2019/2088, considerando 8.

⁴⁴ Art. 2, punto 17 e art. 9, Regolamento (UE) 2019/2088.

⁴⁵ Art. 7, Regolamento (UE) 2020/852.

⁴⁶ Direttiva 2017/828/UE, considerando 14.

⁴⁷ Direttiva 2017/828/UE, Art. 3 octies, comma 1, lett. a).

le questioni sociali, ambientali e di buon governo societario non solo come rischi finanziari, ma anche e soprattutto come elementi imprescindibili per una strategia di sistema finalizzata a indirizzare i flussi di investimento verso la realizzazione di obiettivi di sviluppo sostenibile.

A questa conclusione si potrebbe opporre lo scetticismo di chi enfatizza il carattere volontaristico di queste normative di nuova generazione, con la conseguente svalutazione del loro potenziale trasformativo. Ma ad una più attenta osservazione, il carattere facoltativo della scelta relativa al se e al come declinare i fattori “ESG” non può essere sottovalutato. Se si tiene conto dell’impatto che questa scelta comporta sull’interesse previdenziale tutelato, il riconoscimento di uno spazio di libertà da parte del legislatore europeo su questa materia è un dato normativo che assume rilievo di per sé, non essendo neutrale sul piano dell’ampiezza dei poteri gestori nella movimentazione dei fondi.

Neppure l’attribuzione di un potere e il contestuale riconoscimento della libertà di esercitarlo risultano privi di effetto rispetto al potenziale trasformativo che può derivare dall’investimento del risparmio previdenziale in modalità tali da favorire il raggiungimento di obiettivi sociali, ambientali e di buon governo societario. A prescindere dal fatto che quel potenziale resti ampiamente inespresso, rimanendo tendenzialmente confinato nella sola considerazione dei fattori “ESG” in quanto componenti di rischio⁴⁸, la declinazione dei fattori sociali, ambientali e di governance nel quadro delle politiche finanziarie dei fondi pensione, può rispondere tanto alla logica del rischio finanziario, espressiva di una concezione debole dello *stakeholderism*, quanto a finalità di interesse generale che, nel perseguire obiettivi di sviluppo sostenibile, incidono sui canoni deontici della gestione dei fondi (*stakeholderism* forte).

Coerentemente con un dato strutturale della previdenza complementare nell’ordinamento giuridico italiano, consistente nel coinvolgimento non funzionalizzato dell’autonomia privata nel raggiungimento di obiettivi di rilievo pubblicistico⁴⁹, il legislatore affida al protagonismo finanziario dei fondi pensione la possibilità concreta di contemperare la funzione sociale intrinseca al fenomeno previdenziale, con il raggiungimento di ulteriori scopi socialmente rilevanti⁵⁰. Come e in che misura indirizzare l’investimento verso gli obiettivi di sostenibilità

⁴⁸ COVIP, *Relazione per l’anno 2023*, 2024, 89-90.

⁴⁹ A. Tursi, *La previdenza complementare nel sistema italiano di sicurezza sociale*, op. cit., 93.

⁵⁰ In questo senso, cfr. M. Corti, *La gestione delle risorse dei fondi pensione chiusi*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2007, n. 3-4, 642 ss., qui 679 e O. Bonardi, *Tassonomie, concetti e principi della previdenza complementare*, in A. Tursi (a cura di), *La nuova disciplina*

sociale, ambientale e di buon governo societario, diventano questioni di politica finanziaria più che di legittimazione giuridica e sindacale. Negare la possibilità di ricercare misure dirette a bilanciare i contrapposti interessi che si contendono il campo, del resto, equivarrebbe all'espressa ammissione che la previdenza complementare possa "cadere vittima dell'immagine stessa che di essa si è voluto accreditare". Dell'immagine, cioè, "di un elemento basilare della protezione sociale, costituzionalmente garantita"⁵¹.

della previdenza complementare, Cedam, 2007, 577 ss. Aperture anche in G. Ferraro, *Dai fondi pensione alla democrazia economica*, in *RGL*, 2000, I, 187 ss., spec. 207-208.

⁵¹ M. Cinelli, *Sulle funzioni della previdenza complementare*, in *RGL*, 2000, I, 523, 537.