

# Rendicontazione di sostenibilità e segreto

*di Anna Genovese*

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. – 2. Le fonti in materia. Le previsioni interne. – 3. Segue. Le previsioni euro unitarie. Il bilanciamento fra istanze di trasparenza e di concorrenza sui fattori ESG dell'attività. – 4. Adeguatezza industrialistica degli assetti organizzativi di produzione del rendiconto di sostenibilità. – 5. Rimedi per il caso di disclosure non conforme. – 6. Considerazioni conclusive.

1. I rendiconti di sostenibilità, previsti e disciplinati dal decreto legislativo 6 settembre 2024 n.125 di recepimento della direttiva 14 dicembre 2022 n.2464 (UE) (la «Corporate Sustainability Reporting Directive» (di seguito anche: CSRD), riguardano la rendicontazione di sostenibilità e gli obblighi di trasparenza sui fattori ESG (Environmental, Social, Governance) delle società per azioni.

I primi rendiconti di sostenibilità (di seguito: RDS) conformi al dlgs. 125/2024 saranno pubblicati nel corso del 2025, riferiti all'esercizio sociale 2024, dalle circa 200 grandi società obbligate già a pubblicare la dichiarazione non finanziaria (di seguito anche: DNF) prevista dal decreto legislativo 30 dicembre 2016 n.254<sup>1</sup>. Gradualmente l'obbligo sarà esteso ad altre società e segnatamente a tutte le società quotate (escluse solo le microimprese) e anche alle imprese azionarie medio grandi che non sono quotate, conformemente a quanto richiesto

---

<sup>1</sup> Sui profili di continuità e di discontinuità del passaggio dalla dichiarazione non finanziaria al rendiconto di sostenibilità, per le società che rientrano nel perimetro di applicazione del dlgs. 254/2016 si vedano RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in AGE, 2022, 165 ss.; e GENOVESE, *Dalla dichiarazione non finanziaria al rendiconto di sostenibilità*, in MARCHETTI, ROSSI, STRAMPELLI, URBANI e VENTORUZZO (a cura di), *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Tomo I, Atti del Convegno internazionale di studi per il 70 anni della Rivista delle Società, Venezia, 10 – 11 novembre 2023, Milano, Giuffré, 2024, 659 ss. e, per i rendiconti consolidati, SCOGNAMIGLIO, *Gruppi di imprese e sostenibilità*, ivi. Le altre società che saranno tenute alla rendicontazione di sostenibilità erano obbligate a fornire, nella relazione sulla gestione di cui all'art. 2428 c.c., informazioni attinenti all'ambiente e al personale ma solo «nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione». Dal che la discrezionalità degli amministratori di selezionare le informazioni rilevanti e anche le modalità della loro divulgazione, nell'interesse degli investitori e dei finanziatori della società: cfr. CAGNASSO, *Sostenibilità socio ambientale e sostenibilità finanziaria nella prospettiva delle PMI*, in *Giur. it.*, 2024, 5, 1229.

dalla CSRD<sup>2</sup>. Si stima che, a regime, cioè nel 2028, saranno direttamente coinvolte nell'obbligo di periodica trasparenza sui fattori ESG dell'attività circa 4000 o 5000 società aventi sede in Italia<sup>3</sup>. Senza contare le numerose altre imprese che saranno coinvolte indirettamente, in quanto presenti nella filiera o nel gruppo di una società obbligata al rendiconto. Tali imprese, infatti, dovranno fornire alla società controparte (tenuta al rendiconto) o alla capogruppo (tenuta al rendiconto) varie informazioni sui fattori ESG delle proprie attività<sup>4</sup>.

La disciplina del rendiconto di sostenibilità è più dettagliata e corposa di quella sulle dichiarazioni non finanziarie. Ciò è tanto più evidente se si tiene conto dei regolamenti europei che integrano le disposizioni del dlgs. 125/2024 (cfr. l'art. 3, commi 6 e 11, e l'art. 4 commi 6 e 10)<sup>5</sup>.

La disciplina del rendiconto di sostenibilità pone varie questioni, ricostruttive e operative. Le questioni teoriche più discusse attengono, in continuità con quelle già relative alle dichiarazioni non finanziarie, all'inquadramento dei rendiconti di sostenibilità, individuali e consolidati, nel sistema di corporate governance<sup>6</sup>. Alcune di tali questioni riguardano anche il rilievo concorrenziale degli obblighi di trasparenza ESG. Qui saranno considerate tali questioni. Segnatamente, nel prosieguo, sarà considerato il rapporto fra i presidi riferiti alle informazioni che ricadono nel perimetro del segreto industriale e presidi riferiti a informazioni che ricadono nel perimetro del rendiconto di sostenibilità (individuale o consolidato) di cui al dlgs. 125/2024.

---

<sup>2</sup> CAPRARA, *I soggetti tenuti alla rendicontazione di sostenibilità (individuale o consolidata)*, in questo volume.

<sup>3</sup> Cfr. Cerved, *CSRD: la direttiva europea che cambio lo scenario ESG*, 8 novembre 2023, su [www.cerved.com](http://www.cerved.com). e BIANCHINI e BIANCHI, *Le principali novità della direttiva e il ruolo dell'EFRAG*, in *Forum Report di sostenibilità*, presentazione Assonime del 10 marzo 2023.

<sup>4</sup> Cfr. LIBERTINI, *Rendicontazione di sostenibilità CSDDD e tutela dei segreti commerciali*, in questo volume, e SCALZINI, *La comunicazione B2B sui fattori di sostenibilità disciplinata nella Corporate Sustainability Reporting Directive e nella Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, in questo volume.

<sup>5</sup> Cfr. TREU e CANDOTTI, *Contenuti e ambiti della rendicontazione di sostenibilità: articoli 3, 4 e 5 del decreto legislativo 6 settembre 2024 n.125*, in questo volume.

<sup>6</sup> Per le implicazioni di governance del dlgs. 254/2016 cfr. le diverse prospettive e letture di ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; BRUNO, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, ivi, 2018, 974 ss.; MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, ivi, 2019, 992 ss.; SFAMEMI, *Disciplina dell'informazione a carattere non finanziario e mercati regolamentati. Problemi e prospettive*, in CATERINO e INGRAVALLO, *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, Eurconv, 2020, 197 ss.; MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in COSTA, MIRONE, PENNISI, SANFILIPPO, VIGO, *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo. Impresa, società, crisi d'impresa*, Torino, Giappichelli, 2021, vol. II, t. II, 671 ss.; GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, Bologna, Il Mulino, 2023, 105 ss.; GUERRERA, *Assetti organizzativi di gruppo, forme di eterodirezione e regimi di responsabilità*, in *RDS*, 2024/2, 205 ss.

Il tema, già venuto in considerazione nella vigenza del dlgs. 254/2016<sup>7</sup>, assume certamente maggior rilievo con l'entrata in vigore del dlgs. 125/2024. La disciplina del rendiconto di sostenibilità pur replicando le previsioni del dlgs. 254/2016 in tema di informazioni aziendali riservate, in punto di obblighi di trasparenza, è assai più prescrittiva e vincolante di quella della dichiarazione non finanziaria. Ne conseguono, per le società coinvolte, obblighi di trasparenza sui fattori ESG vasti e dettagliati. Gli obblighi, quindi, sono facilmente suscettibili di impingere con il trattamento di informazioni aziendali ESG riservate o segrete.

Peraltro, quando anche la direttiva del 13 giugno 2024 n. 1760 sulla due diligence di sostenibilità (di seguito anche: CSDDD) sarà stata recepita (nel 2026), per talune società, la trasparenza sui fattori ESG dell'attività dovrà essere conforme anche a ulteriori previsioni. Tuttavia, la disciplina che si occupa in modo diretto e organico di «informazioni societarie sulla sostenibilità» e di trasparenza sui fattori ESG è quella dei rendiconti di sostenibilità e la sua centralità, posti anche i tanti richiami della CSDDD alla CSRD, non verrà meno.

La relazione fra obblighi di trasparenza ESG e obblighi o prerogative di segretezza delle informazioni sui fattori ESG è dunque da verificare essenzialmente con riferimento alla disciplina del rendiconto di sostenibilità. A partire da questa disciplina, infatti, vi è necessità di stabilire «se» e «come» la trasparenza attuata dal rendiconto di sostenibilità possa limitare (o condizionare) i doveri di riservatezza o le prerogative di segretezza dell'impresa obbligata al rendiconto, o coinvolta in tale adempimento; oppure «se» e «come» tali doveri e prerogative, in capo ai diversi soggetti coinvolti, possano limitare (o condizionare) la trasparenza sui fattori ESG della società.

Le considerazioni che seguono si riferiscono a questi interrogativi. Non toccherò tuttavia le questioni che attengono alla disclosure ESG sulle informazioni aziendali sensibili per ragioni di privacy, ma solo quelle che attengono alla disclosure ESG di informazioni sensibili per ragioni commerciali, finanziarie e di concorrenza. La distinzione viene praticata pure nella consapevolezza della sua relatività, posto che tutte le informazioni aziendali sensibili oggi, in disparte dall'eventuale rilievo ESG, hanno formato digitale e sono astrattamente suscettibili di uso imprenditoriale<sup>8</sup>.

Definito il tema e introdotte le questioni che si intendono trattare, comincio facendo due notazioni preliminari.

---

<sup>7</sup> La questione è esaminata, con riguardo alla previsione del dlgs. 254/2016, da MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv.soc.*, 2019, 992, spec. 1027 ss., testo e note.

<sup>8</sup> Cfr. PAPA, *La complessa individuazione di un "equo" bilanciamento tra tutela della privacy e profilazione nella big data society*, in FALCE (a cura di), *Fairness e innovazione nel mercato unico digitale*, Giappichelli, Torino, 2020, 31 ss. Su questi temi generali si veda, da ultimo, SCALZINI, *Banche dati, sfruttamento dei dati digitali e concorrenza*, Giappichelli, Torino, 2023.

La prima riguarda l'ampiezza della potenziale interferenza. La trasparenza ESG prodotta dai rendiconti è ad ampio spettro. La disciplina impone alle società di tracciare, detenere e periodicamente divulgare numerose informazioni sui fattori ESG dell'attività. Le informazioni devono essere «complete, neutrali e accurate» nei termini precisati dal regolamento delegato del 31 luglio 2023, n. 2772 (di seguito anche: regolamento ESRS) che è richiamato nella disciplina del rendiconto di sostenibilità, rispettivamente individuale e consolidato, dai rinvii mobili presenti all'art. 3, comma 6, e all'art. 4, comma 5, del dlgs. 125/2024.

Rilevano, per la trasparenza ESG affidata al rendiconto, le informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa (art. 3, comma 1 del dlgs. 125/2024) o del gruppo (art. 4, comma 1 del dlgs. 125/2024) sulle questioni di sostenibilità (prospettiva inside out) e del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'impresa o sul gruppo (prospettiva outside in). La normativa richiede inoltre una «breve descrizione» del modello e della strategia aziendale e la descrizione di numerose componenti di pianificazione dell'attività individuale o di gruppo (cfr. l'art. 3, comma 2, e l'art. 4, comma 2 del dlgs. 125/2024).

La disclosure prevista dal decreto legislativo è perciò ad ampio spettro. Uno spettro tanto ampio da coinvolgere la progettualità e l'innovazione di sostenibilità e anche le risorse immateriali dell'azienda. Talune informazioni devono essere, in quanto possibile, quantitative riguardo le dimensioni assolute e relative delle attività in linea con la tassonomia europea degli investimenti ecosostenibili: cfr. l'art. 3, comma 11, dlgs. 125/2024. Altre informazioni devono essere descrittive e qualitative e si riferiscono a materie (come i piani aziendali, l'innovazione e il risk management e il supply management: cfr. l'art. 3, commi 1 e 2 del dlgs. 125/2024) commercialmente sensibili. Analoghe previsioni valgono per il rendiconto consolidato di cui all'art. 4 del dlgs. 125/2024.

Sicché, per la conformità del rendiconto di sostenibilità, individuale o consolidato, è facile che possano venire in considerazione informazioni che attengono ad ambiti di attività che normalmente, oggi più che in passato, producono e trattano segreti industriali. La protezione concorrenziale delle risorse immateriali, infatti, anche nelle imprese esercitate da società per azioni medio grandi, e anche nei gruppi di società, è spesso affidata solo o anche al segreto industriale. E molti ambiti di innovazione e di concorrenza oggi fanno riferimento ai fattori ESG dell'attività, dei processi e dei prodotti. Ne consegue che la potenziale interferenza fra le disposizioni sul rendiconto di sostenibilità e le disposizioni sul segreto industriale è attuale e ad ampio raggio.

La seconda notazione riguarda il carattere non inedito della potenziale interferenza. Come è noto, il segreto commerciale pone da sempre varie questioni di rilievo per il diritto societario<sup>9</sup>. Alcune riguardano l'adeguatezza tecnica degli

---

<sup>9</sup> La dialettica fra trasparenza e riservatezza aziendale è un tratto costante della disciplina generale della s.p.a.: cfr. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 779 ss., e MARCHETTI, GHEZZI e SACCHI, *Il caleidoscopio*

assetto organizzativi necessari alla protezione del segreto, nella duplice prospettiva di requisiti richiesti dall'art. 2086 c.c. e dall'art. 98 CPI<sup>10</sup>. Altre riguardano i rapporti fra protezione della riservatezza commerciale e compliance agli obblighi di trasparenza (finanziaria e societaria, periodica e ad evento) delle società di capitali, e specialmente di quelle società per azioni che sono emittenti di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati<sup>11</sup>. In questo senso, l'interferenza non è nuova. Richiama ipotesi di interferenza e tutele bilanciate di cui direttamente si occupa la direttiva dell'8 giugno 2016 n. 943 sul segreto commerciale<sup>12</sup>.

Vi sono tuttavia, nell'interferenza qui considerata, elementi di specificità. Elementi che dipendono dal rilievo che, in questo frangente storico, i fattori ESG hanno assunto, tanto per la trasparenza informativa, societaria e di mercato, quanto per la concorrenza e il mercato. Come attestato anche dalla direttiva 28 febbraio 2024 n. 825 sulle priorità del contrasto armonizzato delle pratiche commerciali scorrette di *greenwashing*<sup>13</sup>.

La questione del bilanciamento fra presidi di trasparenza e presidi di segreto, per le informazioni ESG, è perciò uno snodo ricostruttivo cruciale. È tutto da verificare, invece, l'assunto formulato come ipotesi. Ovvero il fatto che opposti presidi, di trasparenza e di concorrenza, possano insistere sulle medesime informazioni ESG.

Mi appresto, quindi, ad analizzare le questioni presentate, avuto riguardo per le variabili ricostruttive che possono influire sulla loro definizione. Partirò, come è sempre opportuno, dalla ricognizione del dato normativo.

---

*dell'informazione nel diritto societario e dei mercati, in ricordo di Guido Rossi*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020.

<sup>10</sup> I segreti aziendali devono rimanere «segregati» dalle altre informazioni, e quindi devono essere oggetto di protezione (regolata anche da norme di diritto aziendale singolare) e non possono essere rivelati neanche all'amministratore delegato o ai componenti del collegio sindacale (p.e. la formula della Coca Cola o le caratteristiche di un'invenzione ancora non ancora brevettata). Peraltro, ogni impresa che tratta dati sensibili per la privacy ha obblighi di protezione di tali dati. Ciò vale anche per altre informazioni aziendali, come i dati personali di clienti o di terzi che devono essere tenuti segregati all'interno dell'organizzazione aziendale (p.e. profilature clienti o dati di traffico nelle telecomunicazioni).

<sup>11</sup> CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 1, 99 ss. spec. 155, apre alla valorizzazione interpretativa delle specificità della nozione di informazione privilegiata MAR (da divulgare obbligatoriamente) quale informazione suscettibile, a tempo debito, di completa divulgazione.

<sup>12</sup> Cfr. OTTOLIA, *Il d.lgs. n. 63/18 di attuazione della dir. 2016/943/UE sulla protezione dei segreti commerciali fra tutela e bilanciamenti*, in *NLCC*, 2019/5, 1091 ss.

<sup>13</sup> Per il commento alla direttiva si vedano BERTELLI, *Pratiche commerciali scorrette: Le asserzioni di sostenibilità e la Dir. 2024/825/UE*, in corso di pubblicazione su ODCC, 2024, e sia consentito anche il rinvio a GENOVESE, *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2024, giugno, 1 ss.

2. Le fonti della disciplina del rendiconto di sostenibilità sono molteplici. Il dlgs. 125/2024 deve essere letto unitamente al regolamento sulla tassonomia delle attività ecosostenibili (il regolamento del 18 giugno 2020 n. 852, di seguito anche regolamento tassonomia e i regolamenti delegati che lo integrano) e agli standard europei di rendicontazione di sostenibilità (regolamento delegato 2023/2772(UE)). Le fonti europee, infatti, come segnalato supra, sono richiamate dal decreto legislativo e sono, in quanto regolamenti europei, direttamente applicabili.

La ricognizione restituisce due fonti rilevanti per la questione in esame. Una è contenuta nella disciplina primaria sui rendiconti di sostenibilità, l'altra è contenuta nell'allegato al regolamento ESRS di rendicontazione (fonte europea di secondo livello). Per la disciplina primaria faccio riferimento all'articolo, 3, comma 5 del dlgs. n. 125/2024, per il rendiconto individuale; e all'art. 4, comma 5 del medesimo decreto, per il rendiconto consolidato. Le due previsioni sono identiche fra loro e riprendono alla lettera contenuti della CSRD già presenti, peraltro, nella direttiva sulla dichiarazione non finanziaria. Per la fonte europea, invece, faccio riferimento al punto 7.7. dell'Allegato al regolamento ESRS affatto nuovo. Comincio dall'esame della legge interna.

Nella disciplina interna ci sono, in effetti, previsioni dedicate alle informazioni aziendali sensibili e al loro trattamento per i fini di trasparenza del rendiconto individuale e consolidato. Nello specifico, le disposizioni di legge si occupano di informazioni riservate per fare salvi gli obblighi di continuativa trasparenza a carico degli emittenti, ossia il regime MAR di trattamento delle informazioni privilegiate. Fuori dal perimetro MAR, le disposizioni consentono, in via eccezionale e a determinate restrittive condizioni, di omettere dal rendiconto di sostenibilità alcune informazioni (sensibili).

Le condizioni per l'omissione informativa (legittima) sono diverse: positive e negative, procedurali e sostanziali. L'omissione è consentita solo se ha ad oggetto informazioni concernenti sviluppi imminenti e operazioni in corso di negoziazione, se è necessaria per non compromettere gravemente la posizione commerciale dell'impresa e solo se non pregiudica la comprensione corretta ed equilibrata dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione nonché degli impatti prodotti dalla sua attività; a condizione che l'omissione sia stata decisa con deliberazione motivata dell'organo di amministrazione, sentito l'organo di controllo. Tutte le condizioni devono ricorrere cumulativamente e l'omissione informativa deve essere anche oggetto di apposita «menzione» nel rendiconto (all'apparenza: un ossimoro). In ogni caso, l'eventuale omissione è considerata l'eccezione e nei casi di ipotizzata coincidenza fra l'informazione che è essenziale divulgare per la trasparenza e quella è essenziale non divulgare per non «compromettere gravemente la posizione commerciale dell'impresa» l'omissione non è consentita. La previsione si chiude escludendo in ogni caso l'omissione «quando ciò possa pregiudicare una comprensione corretta ed

equilibrata dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione, nonché degli impatti prodotti dalla sua attività».

La disciplina contenuta nel dlgs. 125/2024, dunque, sembra riconoscere la preminenza delle istanze di trasparenza ESG su quelle di protezione di informazioni connotate da riservatezza commerciale o da segretezza aziendale. Tuttavia, a mio parere, non è così. Non è corretto concludere che la disciplina del rendiconto di sostenibilità opera, nel sistema dei diritti di privativa e di segreto, una cesura così dirompente. Credo infatti che la lettura corretta della disciplina sia un'altra.

A mio giudizio, le previsioni del dlgs. 125/2024 non si riferiscono a informazioni integranti segreto industriale ma si riferiscono, come pure, *mutatis mutandis*, il MAR, ad informazioni che, in sé considerate, possono essere condivise con il mercato. Ammettono che talune informazioni siano mantenute riservate (o segrete) per un dato tempo se ciò è nell'interesse della società e se la divulgazione può essere procrastinata senza un significativo pregiudizio per i soggetti a cui è diretta la trasparenza.

Direi quindi che la disciplina del rendiconto di sostenibilità presente nel d.lgs. 125/2024, e parimenti a quella di MAR, non riguarda la generalità delle informazioni aziendali riservate o segrete, ma solo un ristretto novero di queste informazioni. Questa disciplina consente che la divulgazione di talune informazioni riservate o segrete - nel rispetto delle previsioni MAR riferite alle informazioni *price sensitive*<sup>14</sup> - sia, se è nell'interesse della società, disallineata dalla tempistica di predisposizione e di pubblicazione del rendiconto di sostenibilità. Ferma la «segnalazione» del disallineamento, tramite menzione del contenuto omissivo del rendiconto.

A mio giudizio, quindi, la disciplina primaria sui rendiconti non regola in via generale la dialettica fra istanze di trasparenza e di segretezza aziendale di informazioni sui fattori ESG dell'attività o dei prodotti e dei processi. Essa non dispone, in generale, nel senso della preminenza delle istanze di trasparenza su quelle di riservatezza o segretezza commerciale. Regola un ambito specifico e dispone un diverso regime di bilanciamento riferito al tempo di trattenimento o divulgazione di informazioni suscettibili di divulgazione e comunque destinate a diventare pubbliche.

---

<sup>14</sup> La disciplina, nella parte dedicata a fare salva la normativa MAR, pone anche questioni interpretative che esulano da quelle a cui è dedicato questo scritto. L'intero impianto di trasparenza ESG riferita a emittenti quotati sollecita, infatti, riflessioni sui criteri per individuare, fra le informazioni rilevanti per la completezza e conformità del rendiconto di sostenibilità, quelle privilegiate in quanto *price sensitive*: per la dottrina sulla nozione di informazione *price sensitive* cfr. almeno CALVOSA, *Informazioni privilegiate*, cit., MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio*, cit., 177 ss., e GARGANTINI e DI NOIA, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *RDS*, 2018, 1, 183.

La disciplina del rendiconto di sostenibilità, peraltro, come detto, è contenuta nel dlgs. 125/2024 ma è completata da varie norme UE e anche in base ad esse va ricostruita. Procedo quindi all'esame della fonte euro unitaria in materia.

3. In effetti, indicazioni generali in materia di trasparenza ESG segreto industriale sono contenute in un considerando della CSRD. Il considerando n. 34 della CSRD precisa che i nuovi obblighi di disclosure non dovrebbero imporre alle imprese la divulgazione del capitale intellettuale, della proprietà intellettuale, del know-how o dei risultati dell'innovazione, lasciando in particolare impregiudicata la Direttiva 2016/943(UE). Queste indicazioni sono riprese e sviluppate dal regolamento delegato in materia di ESRS.

Il principio ordinatore che si può ricavare dal considerando della CSRD e dal regolamento ESRS, a mio parere, è quello per cui il rendiconto non deve compromettere le risorse immateriali dell'azienda, purché la protezione delle risorse immateriali dell'azienda non comprometta le funzioni del rendiconto. Il modello, quindi, è quello del bilanciamento fra istanze contrastanti. Il nodo critico è «come» il contemperamento vada realizzato e lo vedremo dopo. Prima vediamo da quali disposizioni si possa ricavare un siffatto principio ordinatore.

Gli ESRS, come anticipato, si occupano espressamente di segreto industriale. Un articolo dell'allegato al regolamento 2023/2772(UE) è interamente dedicato al trattamento delle informazioni aziendali riservate o segrete nell'ambito del rendiconto. Il punto 7.7. dell'allegato al regolamento specifica lo standard - trasversale ai diversi settori economici - di rendicontazione ESG riferita alle informazioni aziendali segrete o riservate. La previsione regola il trattamento delle informazioni classificate e sensibili e delle informazioni sulla proprietà intellettuale, il know-how o i risultati dell'innovazione. Segnatamente, la disposizione stabilisce che nel rendiconto di sostenibilità «l'impresa non è tenuta a divulgare informazioni classificate o informazioni sensibili, anche se considerate rilevanti». Prevede altresì che nel comunicare le informazioni riguardanti la propria strategia, i propri piani e le proprie azioni, qualora un'informazione specifica corrispondente a proprietà intellettuale, know-how o a risultati dell'innovazione sia pertinente per soddisfare l'obiettivo di un obbligo di informativa, l'impresa può comunque omettere tale informazione se essa: è segreta nel senso che non è, nel suo insieme o nella precisa configurazione e combinazione dei suoi elementi, generalmente nota o facilmente accessibile a persone che normalmente si occupano del tipo di informazioni in questione; ha valore commerciale in quanto segreta; è stata sottoposta a misure ragionevoli da parte dell'impresa per mantenerla segreta.

La disciplina, quindi, si riferisce alle risorse immateriali protette dal segreto e si conforma alle indicazioni della disciplina euro unitaria (direttiva sul segreto commerciale citata anche dal considerando della CSRD) sui requisiti che il

segreto deve avere per essere protetto come risorsa immateriale; inoltre, sancisce la tenuta del segreto commerciale al cospetto di istanze di trasparenza quali quelle di «conformità» legale del rendiconto. Non prevede tuttavia una tenuta assoluta ovvero tanto forte da compromettere le funzioni del rendiconto. Introduce, a tale fine, temperamenti e contromisure per evitare che la protezione dei segreti vanifichi le funzioni del rendiconto.

Il regolamento ESRS reca criteri per il bilanciamento fra presidi di trasparenza e di segreto riferiti alle informazioni sui fattori ESG. I criteri sono quelli della necessità e della proporzionalità della tutela accordata al segreto industriale in rapporto alla trasparenza ESG. Da tali criteri si può, a mio parere, risalire al principio ordinatore sopra enunciato.

In funzione di bilanciamento, nel punto 7.7. dell'allegato al regolamento ESRS, viene stabilito che: 1) le informazioni segrete, legittimamente sottraibili alla trasparenza, sono solo quelle che ineriscono al segreto industriale come risorsa immateriale; e che 2) il trattamento «omissivo» riservato alle informazioni sul segreto industriale non si estende ad informazioni ad esso connesse o collegate.

In questo modo, sempre a mio parere, si deve leggere la previsione del Regolamento secondo cui «se l'impresa omette informazioni classificate, informazioni sensibili o informazioni specifiche corrispondenti alla proprietà intellettuale, al know-how o ai risultati dell'innovazione in quanto soddisfa i criteri di cui al paragrafo precedente, essa si conforma all'obbligo di divulgazione per tutte le altre informazioni richieste».

Viene altresì stabilito che, in casi di omissione informativa dovuta a segreto aziendale, l'impresa dovrà compiere ogni ragionevole sforzo per «compensare» l'omissione informativa, garantendo che l'omissione non comprometta la funzione di trasparenza del rendiconto di sostenibilità.

In tal senso, sempre a mio parere, si deve leggere la previsione secondo cui: compete all'impresa assicurare che a seguito dell'omissione delle informazioni legittimamente sottratte alla trasparenza – in quanto informazioni classificate, informazioni sensibili o informazioni specifiche corrispondenti alla proprietà intellettuale, al know-how o ai risultati dell'innovazione - non sia compromessa la pertinenza globale della divulgazione.

La disciplina quindi detta criteri di bilanciamento fra esigenze di protezione del segreto commerciale ed esigenze di effettiva ed efficace trasparenza sui fattori ESG della società. Affida alla responsabilità della società e quindi degli amministratori la correttezza del bilanciamento nel caso concreto. Ne consegue che gli amministratori devono dotare la società di assetti organizzativi adeguati al bilanciamento.

4. Per cogliere i termini del bilanciamento contemplato dalla disciplina, occorre introdurre alcune questioni definitorie e operative: questioni relative ai

rapporti fra informazioni e trasparenza; e questioni riguardanti la conformità del rendiconto e il ruolo degli assetti organizzativi allestiti per la sua produzione.

C'è un nesso fra la funzione della trasparenza ESG, la disciplina del rendiconto di sostenibilità e i meccanismi che portano alla individuazione di una determinata informazione come materiale e rilevante per la conformità del rendiconto.

La trasparenza societaria e di mercato non è mai fine a sé stessa ed è sempre onerosa. La trasparenza, quindi, è efficiente solo se impone al soggetto obbligato oneri necessari e proporzionati. Ed è efficace solo se il set informativo complessivo, riferito a ciascun campo di interesse dell'utilizzatore della documentazione di trasparenza, è in grado di veicolare le informazioni che sono salienti per il destinatario in quanto frutto di corretta produzione e rilevazione.

Rispetto alle informazioni segrete, rileva anche la distinzione fra le informazioni che riguardano l'impatto di sostenibilità di una risorsa immateriale protetta dal segreto, e il set di informazioni che identifica la risorsa stessa e che, se divulgato, comporta distruzione tanto del segreto quanto della risorsa. Si tratta di due set informativi che non coincidono fra loro, pur potendo contenere singoli dati e «frammenti» di informazione coincidente.

Tutto ciò ha implicazioni sulla ricostruzione della disciplina in esame e sul ruolo assegnato agli assetti organizzativi di cui si deve dotare la società coinvolta (direttamente o indirettamente) nella rendicontazione.

In primo luogo, consente di far coincidere l'omissione di informazioni segrete consentita dagli ESRS con l'omissione del set informativo che - nel suo complesso e nella sua interezza - distrugge il segreto. In secondo luogo, porta a sottrarre il set di informazioni segrete anche al giudizio di pertinenza e di rilevanza per il rendiconto di sostenibilità (giudizio che già esporrebbe il segreto a rischi di distruzione). In terzo luogo, consente di concepire e attuare omissioni informative che non opacizzano il rendiconto di sostenibilità grazie alla presenza di informazioni sostitutive. Consente, in questo senso, di concepire rendiconti conformi che facciano «menzione» delle informazioni omesse senza, per questo, rivelare segreti o violare obblighi di riservatezza commerciale.

Sicché la disciplina degli ESRS si ripercuote in primo luogo sulle tecniche della segregazione dei segreti che hanno rilievo come fattori ESG della società. Impone un onere di segregazione qualificata da assetti organizzativi specificamente adeguati sul piano tecnico. Impone una segregazione capace di tenuta nei confronti delle attività prodromiche e attuative del rendiconto, ma tale anche da non compromettere la possibilità di rilevazione e di tracciamento di informazioni «sostitutive»; cioè, informazioni idonee ad essere divulgate senza compromettere (commissivamente) il segreto, e nemmeno (omissivamente) la «pertinenza globale della divulgazione» di sostenibilità (cfr. il punto 7.7. dell'allegato al regolamento ESRS).

Il bilanciamento operato dagli ESRS, dunque, valorizza un profilo industrialistico di adeguatezza tecnica degli assetti organizzativi della società che ha obblighi trasparenza sulla sostenibilità. Richiede l'adeguatezza necessaria per contemperare la protezione del segreto con la conformità del rendiconto. Gli assetti organizzativi della società devono essere doppiamente adeguati. In primo luogo, non devono consentire l'accesso a informazioni aziendali segrete neppure da parte degli addetti alla rendicontazione e alla sua attestazione. In secondo luogo, devono consentire la produzione e il tracciamento di informazioni sostitutive di quelle secretate, per l'eventuale uso da parte degli addetti alla rendicontazione e alla sua attestazione.

La questione centrale pertanto attiene alla strutturazione della funzione aziendale preposta al rendiconto, strutturazione che deve tenere conto della possibilità che tale funzione venga a contatto anche con le funzioni aziendali che trattano informazioni riservate o segrete. La questione non trova specifica considerazione nella disciplina del rendiconto. Si applicano tuttavia le previsioni che impongono agli amministratori di dotare la società per azioni di assetti organizzativi adeguati alle dimensioni della società e alla natura dell'attività. L'adeguatezza, peraltro, è tecnica e presuppone scelte discrezionali parimenti tecniche e per questo non insindacabili in termini di BJR<sup>15</sup>.

Si deve dunque, a mio parere, escludere che il set di informazioni suscettibile di sfruttamento come segreto industriale possa assumere, in quanto tale, rilievo per la conformità contenutistica di un rendiconto di sostenibilità. Vi è però da associare a tale conclusione quella che delinea un duplice dovere gestorio (in capo agli amministratori della società) attinente all'adeguatezza degli assetti organizzativi della società: adeguatezza per la protezione dei segreti anche dalle attività di rendiconto; e adeguatezza per la conformità del rendiconto che gli amministratori hanno il compito di assicurare verso tutti gli utilizzatori (stakeholders di riferimento, finanziari e non).

---

<sup>15</sup> Ciò in disparte dalla questione generale, qui non affrontabile, relativa alla possibilità di richiamare la BJR per affermare in via generale l'insindacabilità dell'adeguatezza degli assetti organizzativi di una società: in tal senso, fra gli altri, BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 425; contra, fra gli altri, AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016 I, 648 ss.; BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 362 ss. Per le posizioni articolate che distinguono i livelli e gli ambiti degli assetti organizzativi cfr. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2021, 1, 11 ss.; e DI CATALDO e ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensione dell'impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 69 ss. Da ultimo, sul rapporto fra assetti adeguati, diligenza dovuta e responsabilità degli amministratori cfr. FERRI e ROSSI, *Assetti dell'impresa e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.* 2024, 27 ss.

5. Mette conto aggiungere che se, in ipotesi residuali, il conflitto fra trasparenza ESG e segreto industriale fosse oggettivo e conclamato, per carenza di assetti organizzativi adeguati a prevenirlo ex ante (i.e. una singola informazione segreta fosse essenziale per la comprensione corretta e equilibrata della situazione della società e del suo impatto da parte dei destinatari dell'informazione; e se ii. in qualunque modo data, questa informazione perdesse valore economico come segreto), lo sbocco non dovrebbe in nessun caso quello che implica la distruzione del segreto, con la sua divulgazione nel rendiconto.

Anche in questo caso, la non conformità del rendiconto riguarderebbe, a mio parere, l'assenza di informazioni sostitutive. Saremmo al cospetto di un rendiconto non conforme per omissione sanzionabile con la responsabilità degli amministratori (verso la società e verso tutti gli stakeholders, utilizzatori del rendiconto)<sup>16</sup>, ferma la protezione del segreto, anche in giudizio. L'omissione rilevante sarebbe da riferire alle informazioni sostitutive che difettano e non a quelle che avrebbero distrutto il segreto.

In ipotesi di società quotata, peraltro, la conformità del rendiconto è vigilata anche dalla Consob. E fra le misure sanzionatorie e correttive che la Consob può adottare, laddove la conformità del rendiconto difetti, vi è l'ordine di eliminazione dell'infrazione mediante una corretta disclosure (cfr. le integrazioni e le modifiche apportate all'art.154 *ter* del TUF dal dlgs. 125/2024). In tal caso, le condizioni di protezione del segreto, nell'istruttoria dinanzi all'Autorità e rispetto all'esito del procedimento, sarebbero, a mio parere, quelle stabilite in via generale dalla disciplina sul segreto. Entrerebbero in gioco quindi le eccezioni e le regole stabilite nella direttiva sui segreti commerciali (la direttiva 2016/943/UE, recepita nel nostro ordinamento nazionale con il decreto legislativo 11 maggio 2018 n. 63, che ha modificato le disposizioni degli artt. 98 e 99 CPI). Rileverebbe in particolare il riferimento al «legittimo interesse» riconosciuto dal diritto UE di cui all'art. 5, lettera d), e di cui all'art. 1.2. lettera b) della direttiva 2016/943/UE, alla cui stregua la protezione del segreto non pregiudica «(...) b) l'applicazione delle norme dell'Unione o nazionali che impongono al detentore del segreto commerciale di rivelare, per motivi di interesse pubblico, informazioni, compresi segreti commerciali, alle autorità pubbliche o amministrative o giudiziarie nell'espletamento delle loro funzioni».

La norma citata, infatti, va interpretata nel senso che il detentore del segreto commerciale non può opporre il segreto alle autorità pubbliche, amministrative o giudiziarie, che – nello svolgimento delle funzioni di cui sono investite - richiedano al detentore di rivelare informazioni protette dal segreto commerciale, in applicazione di norme di diritto europeo o nazionale che impongano tale disclosure per ragioni di un «interesse pubblico».

---

<sup>16</sup> Sulle sanzioni e le responsabilità - civili e amministrative, in caso di società quotata- previste dal dlgs. 125/2024 si rinvia a GENOVESE, *Sanzioni e responsabilità: articoli 10 e 12 del decreto legislativo 6 settembre 2024 n. 125*, in questo volume.

Nessun segreto industriale o commerciale, quindi, potrebbe essere, come tale, opposto dalla società alla Consob se esso è motivatamente prospettato quale informazione essenziale per l'istruttoria sulla conformità del rendiconto di sostenibilità della società quotata e quindi sulla responsabilità amministrativa della società e degli amministratori.

Quanto invece agli interventi riparatori (rimedi) che, a conclusione dell'istruttoria, la Consob potrebbe ordinare per ripristinare un quadro informativo corretto (accertata la non conformità omissiva del rendiconto) essi dipenderebbero dall'interesse soddisfatto dalla trasparenza e dall'impossibilità di pervenire, nel caso concreto, a un bilanciamento di tutele che non distrugga il segreto. Sarà tuttavia normalmente da preferire la pubblicità di informazioni ESG sostitutive di quelle segrete, in ossequio al modello normativo di bilanciamento tracciato dal regolamento ESRS.

Credo peraltro che sia lontana nel tempo la possibilità di vedere testata sul campo la tenuta di questa ipotesi ricostruttiva. Fino ad oggi, infatti, l'Autorità non ha assunto alcun provvedimento sanzionatorio in materia di non conformità delle DNF su cui già vigila in base al dlgs. 254/2016. Ed è verosimile che tale cauto approccio caratterizzerà, almeno nel primo periodo di applicazione, anche la vigilanza sui rendiconti di sostenibilità di cui al dlgs. 125/2024.

6. Sulla scorta di quanto emerso sono possibili alcune notazioni conclusive. La disciplina del rendiconto di sostenibilità introduce coordinate per il bilanciamento fra istanze di segreto e trasparenza di notevole interesse per il rilievo di corporate governance del segreto industriale.

I criteri di bilanciamento del Regolamento ESRS (necessità e sufficienza dell'inserimento di informazioni sostitutive di quelle segrete) che si affermassero potrebbero applicarsi anche all'inciso della norma primaria di chiusura che, secondo il dlgs 125/2024, non consente omissioni che opacizzano il rendiconto. E potrebbero venire in considerazione anche nell'ambito della trasparenza di filiera o di gruppo (B2B) che è prevista per la conformità dei rendiconti individuali e di quelli consolidati<sup>17</sup> o per gli obblighi della CSDDD<sup>18</sup>.

Lo scenario profilato dal dlgs. 125/2024 sui rapporti fra trasparenza sui fattori ESG e segreto industriale solleva anche interrogativi di strategia aziendale. E' necessario domandarsi se per imprese tenute al rendiconto di sostenibilità, o coinvolte nel rendiconto di sostenibilità di controllanti o di filiera, sia conveniente, in presenza di alternative, affidare al segreto la protezione di risorse immateriali a) da cui conseguono vantaggi competitivi in linea con la sostenibilità (opportunità sul versante ESG dell'attività o dei suoi impatti); o b) da cui

---

<sup>17</sup> Cfr. SCALZINI, *La comunicazione B2B*, cit..

<sup>18</sup> Cfr. LIBERTINI, *Rendicontazione di sostenibilità CSDDD*, cit..

conseguono vantaggi competitivi che alimentano esternalità negative dal punto di vista della sostenibilità (rischi sul versante ESG dell'attività e dei suoi impatti).

Va anche sottolineato che le fonti, rispettivamente il dlgs. 125/2024 e l'allegato al regolamento ESRS, non recano previsioni fra loro contraddittorie quanto complementari. Sono previsioni riferite ad ambiti di applicazione fra loro distinti, seppure contigui. Essendo le une riferite all'ambito delle informazioni che sono commercialmente riservate al tempo T ma che devono (nei termini MAR), o possono, negli altri casi, essere divulgate al tempo T con 1; ed essendo le altre riferite all'ambito delle informazioni che hanno valore economico in quanto sono e possono legittimamente restare segrete e protette come risorsa immateriale sine die.

Mette conto infine notare l'attenzione che, in generale, la disciplina sulla finanza e la trasparenza societaria per lo sviluppo sostenibile riserva alle risorse immateriali dell'azienda. La nuova disciplina, infatti, non reca solo le previsioni del regolamento ESRS sui segreti. Prevede quale contenuto necessario della Relazione sulla gestione che accompagna il bilancio della società informazioni sulle risorse immateriali essenziali della società e la spiegazione del modo in cui «il modello aziendale dell'impresa dipende fundamentalmente da tali risorse» e di come «tali risorse costituiscono una fonte di creazione di valore per l'impresa»: (cfr. le previsioni della CSRD puntualmente riprese dalle previsioni degli artt. 13, 14 e 15 del dlgs. 125/2024).