

Quaderni giuridici

*Greenwashing*  
e tutela del consumatore  
per un'economia sostenibile

*A. Bassi, M. Lamandini, G. Mollo, A. Troisi e F. Vella*

33

febbraio 2025



L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Paola Deriu, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini Srl (Roma)

[www.tiburtini.it](http://www.tiburtini.it)

## **Consob**

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# *Greenwashing* e tutela del consumatore per un'economia sostenibile

A. Bassi, M. Lamandini, G. Mollo, A. Troisi e F. Vella (\*)

## Abstract

Ruolo centrale per la transizione verso un'economia sostenibile è riconosciuto dal legislatore al settore privato. Le scelte degli investitori possono, però, essere distorte da quelle manifestazioni di comunicazione dell'impresa, note come *greenwashing*, "che vantino o comunque presentino di essa una coerenza con gli obiettivi di sostenibilità che essa concretamente non ha, o non ha nei termini rivendicati". Il lavoro offre una ricostruzione ragionata dei numerosi provvedimenti normativi per rendere effettiva la possibilità di orientare il risparmio privato verso investimenti sostenibili. Individua, quindi, il fenomeno del *greenwashing* offrendone una definizione e una ricostruzione del suo concreto operare nel rapporto di investimento. Il lavoro delimita i possibili rimedi offerti al risparmiatore le cui scelte d'investimento siano state falsate dal fenomeno del *greenwashing*. In tale contesto si evidenzia la delicatezza del tema del risarcimento del danno e della invalidità o risoluzione dei contratti. Il tema confina con quello delle garanzie nella vendita e con quello delle garanzie per il *greenwashing* in campo commerciale. Interessante sarebbe, *de iure condendo*, che il legislatore, europeo o nazionale, prendesse in considerazione la prospettiva di prevedere obblighi di garanzia.

Keywords: Greenwashing, Sostenibilità, Consumatore.

(\*) Amedeo Bassi – Università degli Studi di Napoli "Federico II"  
Marco Lamandini – Università di Bologna  
Giovanni Mollo – CONSOB, Divisione Studi e Regolamentazione  
Antonietta Troisi – Università di Bologna  
Francesco Vella – Università di Bologna

Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

# Indice

## CAPITOLO PRIMO

Il principio di sostenibilità nella sua concreta declinazione da parte del legislatore europeo (G. Mollo)	7
1 La dichiarazione di carattere non finanziario	7
2 L'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari	11
3 La tassonomia	16
4 L'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nelle scelte d'investimento	18
5 La rendicontazione societaria in tema di sostenibilità	20
6 Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità	21
7 Il rafforzamento della tutela del consumatore	23
8 Il <i>rating</i> ESG	25

## CAPITOLO SECONDO

La definizione di <i>greenwashing</i> (M. Lamandini)	29
1 La definizione di <i>greenwashing</i> (in particolare nel settore finanziario)	29
2 Le dichiarazioni ingannevoli in tema di sostenibilità e l'azione dei supervisori	34
3 Le dichiarazioni ingannevoli in tema di sostenibilità nel settore finanziario e i rimedi apprestati dall'ordinamento (cenni e rinvio)	40

## CAPITOLO TERZO

<b>Impatto del <i>greenwashing</i> sulle scelte dell'investitore <i>retail</i></b>	43
(F. Vella e A. Troisi)	
1 <i>Greenwashing</i> ed emittenti	43
2 <i>Greenwashing</i> e risparmio gestito	57
3 <i>Greenwashing</i> e intermediari	63
4 <i>Greenwashing</i> e <i>rating</i>	68

## CAPITOLO QUARTO

<b>La tutela dell'investitore rispetto ai rischi di <i>greenwashing</i> in campo finanziario</b>	73
(A. Bassi)	
1 Premessa	73
2 I soggetti obbligati nei confronti degli investitori	74
3 I soggetti protetti	77
4 La rilevanza dell'interesse ESG dell'investitore in campo finanziario	78
5 Quattro elementi rilevanti per la ricostruzione di interessi di sostenibilità: profilatura ESG, mappatura dei prodotti, educazione finanziaria, finanza comportamentale	80
6 Le tutele dell'investitore	82

<b>Bibliografia</b>	85
---------------------	----



# Il principio di sostenibilità nella sua concreta declinazione da parte del legislatore europeo

(G. Mollo)

CAPITOLO  
PRIMO

## 1 La dichiarazione di carattere non finanziario

L'attuale, e per certi versi futuristico, principio di sviluppo sostenibile<sup>1</sup>, che sembra assumere un ruolo sempre più centrale nel sistema economico-finanziario, non rappresenta il frutto di un legislatore disattento e improvvisato costituendo, invece, il risultato di un lungo percorso politico da parte delle più importanti istituzioni nazionali, internazionali e sovranazionali che ha trovato concretezza in un oramai articolato complesso normativo sovranazionale e nazionale.

Accenni del principio di sviluppo sostenibile è possibile riscontrarli già tra i principi proclamati ad esito dei lavori della Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, tenutasi a Stoccolma nel 1972<sup>2</sup>. Stante il primo dei citati principi, infatti, "l'uomo ha un diritto fondamentale alla libertà, all'eguaglianza e a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che gli consenta di vivere nella dignità e nel benessere, ed è altamente responsabile della protezione e del miglioramento dell'ambiente davanti alle generazioni future" e ancora, in forza del secondo principio, "le risorse naturali della Terra, ivi incluse l'aria, l'acqua, la flora, la fauna e particolarmente il sistema ecologico naturale, devono essere salvaguardate a beneficio delle generazioni presenti e future, mediante una programmazione accurata o una appropriata amministrazione".

Il principio di sviluppo sostenibile, così accennato, trova esplicita e completa formulazione solo nel 1987 all'interno del *Report of the World Commission on Environment and Development* delle Nazioni Unite dove al paragrafo 27, intitolato "*Our Common Future*"<sup>3</sup>, in cui si afferma che "*Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*".

Il principio così formulato fu riaffermato nell'ambito della Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente e lo sviluppo, riunita a Rio de Janeiro dal 3 al 14 giugno

1 HANS CARL VON CARLOWITZ, 1713, *Sylvicultura economica*, a cui si fa risalire l'uso del termine sostenibilità qualificando come sostenibile una produzione di legname pari alla quantità che il bosco era in grado di rigenerare. Per la ricostruzione del principio di sostenibilità fatta nel testo si è fatto riferimento a C. AMATUCCI e G. MOLLO, *Sustainable Growth and the Role of Artificial Intelligence in Improving Circular Economy*, in *Law & Digital Technologies*, Vol. 2, N° 1, 2022.

2 La Dichiarazione di Stoccolma è reperibile al seguente indirizzo [https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/educazione\\_ambientale/stoccolma.pdf](https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/educazione_ambientale/stoccolma.pdf).

3 Reperibile all'indirizzo [https://www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/cooperazione-internazionale/agenda2030/onu-\\_le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1987--rapporto-brundtland.html](https://www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/cooperazione-internazionale/agenda2030/onu-_le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1987--rapporto-brundtland.html).

1992, dove si sostenne che “gli esseri umani sono al centro delle preoccupazioni relative allo sviluppo sostenibile. Essi hanno diritto a una vita sana e produttiva in armonia con la natura”<sup>4</sup>. E, ancora, che “il diritto allo sviluppo deve essere realizzato in modo da soddisfare equamente le esigenze relative all'ambiente e allo sviluppo delle generazioni presenti e future”.

Il principio di sviluppo sostenibile nel 2002 venne definitivamente consacrato con il Summit ONU di Johannesburg a esso interamente dedicato<sup>5</sup> che si concluse con la seguente solenne dichiarazione: «garantiamo con determinazione di utilizzare la nostra ricca diversità, che costituisce la nostra forza collettiva, in *partnership* costruttive per il cambiamento e per il conseguimento dello scopo comune dello sviluppo sostenibile» e, ancora, «concordiamo sulla necessità che il settore privato operi nell'ambito di regole trasparenti e stabili per rafforzare la responsabilità pubblica delle imprese».

Tali dichiarazioni di principio trovarono terreno fertile nelle Istituzioni europee che, con la Comunicazione della Commissione europea del 3.3.2010 “EUROPA 2020 Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”<sup>6</sup>, fissarono i seguenti obiettivi da raggiungere entro il 2020: «portare almeno al 75% il tasso di occupazione delle persone di età compresa tra 20 e 64 anni; investire il 3% del prodotto interno lordo in ricerca e sviluppo; ridurre le emissioni di gas serra almeno al 20%, portare al 20% la quota di energie rinnovabili e aumentare l'efficienza energetica del 20%; ridurre il tasso di abbandono scolastico a meno del 10% e portare almeno al 40% il tasso dei giovani laureati; ridurre di 20 milioni il numero delle persone a rischio di povertà o di esclusione sociale»<sup>7</sup>.

Strumentalmente al raggiungimento di alcuni di tali obiettivi, come si legge nel primo considerando, fu emanata la Direttiva 2013/34/UE – relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni delle società di capitali – che all'art. 19 introdusse, a certe condizioni, l'obbligo di comunicare nella relazione sulla gestione accanto alle informazioni di carattere finanziario anche quelle di carattere non finanziario. La relazione sulla gestione, secondo la citata norma, deve fornire un fedele resoconto dell'andamento e dei risultati dell'attività dell'impresa e della sua situazione, e deve descrivere i principali rischi e incertezze che essa deve affrontare. Tale resoconto deve offrire un'analisi equilibrata ed esauriente dell'andamento e dei risultati dell'attività dell'impresa e della sua situazione, coerente con l'entità e la complessità dell'attività della medesima. E, nella misura necessaria alla comprensione dell'andamento, dei risultati dell'attività o della situazione dell'impresa, l'analisi deve includere sia i fondamentali indicatori di risultato finanziari sia, se del caso, quelli non finanziari pertinenti

4 La dichiarazione di Rio sullo sviluppo e l'ambiente è reperibile all'indirizzo <https://www.isprambiente.gov.it/files/agenda21/1992-dichiarazione-rio.pdf>.

5 La Dichiarazione di Johannesburg sullo sviluppo sostenibile è reperibile all'indirizzo <https://www.isprambiente.gov.it/attivita/formeducambiente/educazione-ambientale/file-educazione-ambientale/eos/dichiarazione-johannesburg.pdf>.

6 La Comunicazione (COM/2010/2020 def.) è reperibile all'indirizzo [http://publications.europa.eu/resource/ellar/6a915e39-0aab-491c-8881-147ec91fe88a.0008.02/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/ellar/6a915e39-0aab-491c-8881-147ec91fe88a.0008.02/DOC_1).

7 Si veda la sintesi della Comunicazione della Commissione europea del 3.3.2021, in [https://publications.europa.eu/resource/ellar/8d8026dc-d7d7-4d04-8896-e13ef636ae6b.0010.02/DOC\\_5](https://publications.europa.eu/resource/ellar/8d8026dc-d7d7-4d04-8896-e13ef636ae6b.0010.02/DOC_5).

per l'attività specifica dell'impresa, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale.

La Direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive, NFRD) modificò la citata Direttiva 2013/34/UE introducendo l'art. 19-*bis* che rese obbligatorio, per alcune tipologie d'impresa, la dichiarazione di indicatori di carattere non finanziario, specificandone il contenuto, ovvero impose di motivare la mancata dichiarazione. Secondo il citato articolo 19-*bis*, infatti, le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500 includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività.

La dichiarazione di carattere non finanziario, in particolare, deve contenere una breve descrizione del modello aziendale e delle politiche applicate in merito ai predetti aspetti, comprese le procedure di dovuta diligenza applicate; deve anche dare evidenza del risultato di tali politiche e dei principali rischi connessi, anche in riferimento - ove opportuno e proporzionato - ai rapporti, prodotti e servizi commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti. Infine, le dichiarazioni devono illustrare gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario pertinenti per l'attività specifica dell'impresa.

Per le imprese che non applicano politiche in relazione a uno o più dei predetti aspetti, la dichiarazione di carattere non finanziario fornisce una spiegazione chiara e articolata del perché di questa scelta.

La Direttiva 2014/95 UE è stata attuata in Italia con il D. Lgs. 30 dicembre 2016 n. 254 a cui ha fatto seguito per gli aspetti operativi il Regolamento CONSOB n. 20267 del 18 gennaio 2018 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

Così, secondo l'art. 2 del D. Lgs. 30 dicembre 2016 n. 254, la dichiarazione di carattere non finanziario, nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta, copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, descrivendo almeno il modello aziendale di gestione e organizzazione delle attività dell'impresa e le politiche praticate, comprese quelle di dovuta diligenza, evidenziando i risultati conseguiti loro tramite.

In merito ai temi, sopra citati, la dichiarazione di carattere non finanziario contiene informazioni riguardanti il fattore "E" tra cui l'utilizzo di risorse energetiche (distinguendo fra quelle prodotte da fonti rinnovabili e non rinnovabili), l'impiego di risorse idriche, le emissioni di gas a effetto serra, le emissioni inquinanti in atmosfera, l'impatto sull'ambiente nonché sulla salute e la sicurezza. La stessa dichiarazione deve contenere altresì informazioni sui fattori "S" e "G", tra i quali gli aspetti sociali e quelli

attinenti alla gestione del personale, incluse le azioni poste in essere per garantire la parità di genere, le misure volte ad attuare le convenzioni di organizzazioni internazionali e sovranazionali in materia, e le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali. Infine, non devono mancare informazioni riguardanti il rispetto dei diritti umani, le misure adottate per prevenirne le violazioni, nonché le azioni poste in essere per impedire atteggiamenti e azioni comunque discriminatori, la lotta contro la corruzione sia attiva sia passiva, con indicazione degli strumenti a tal fine adottati.

Gli enti di interesse pubblico soggetti all'obbligo di redigere la dichiarazione di carattere non finanziario che non praticano politiche in relazione a uno o più degli ambiti sopra individuati, forniscono all'interno della medesima dichiarazione, per ciascuno di tali ambiti, le motivazioni di tale scelta, indicandone le ragioni in maniera chiara e articolata.

La responsabilità di garantire che la relazione sia redatta e pubblicata in conformità a quanto previsto dal decreto legislativo compete agli amministratori dell'ente di interesse pubblico. Nell'adempimento dei loro obblighi costoro agiscono secondo criteri di professionalità e diligenza. L'organo di controllo, nell'ambito dello svolgimento delle funzioni a esso attribuite dall'ordinamento, vigila sull'osservanza delle disposizioni ora accennate. Il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della dichiarazione di carattere non finanziario. Lo stesso soggetto, o altro soggetto abilitato allo svolgimento della revisione legale appositamente designato, attesta la conformità delle informazioni fornite rispetto a quanto richiesto dal citato decreto legislativo.

Agli amministratori dell'ente di interesse pubblico, obbligato a norma dello stesso decreto, i quali omettono di depositare, nei termini prescritti, presso il registro delle imprese la dichiarazione di carattere non finanziario, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 a euro 100.000. Se il deposito avviene nei trenta giorni successivi alla scadenza dei termini prescritti, la sanzione amministrativa pecuniaria è ridotta a un terzo.

Salvo che il fatto non integri l'illecito amministrativo, quando la dichiarazione di carattere non finanziario depositata presso il registro delle imprese non è redatta in conformità a quanto prescritto dallo stesso Decreto, agli amministratori si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 a euro 100.000. La medesima sanzione si applica ai componenti dell'organo di controllo che, in violazione dei propri doveri di vigilanza e di referto, omettono di riferire all'assemblea che la dichiarazione di carattere non finanziario non è redatta in conformità a quanto prescritto. Tale sanzione, ridotta della metà, si applica agli amministratori e ai componenti dell'organo di controllo che hanno attestato la conformità al decreto di una dichiarazione di carattere non finanziario, depositata presso il registro delle imprese, non redatta secondo le regole accennate. Salvo che il fatto costituisca reato, quando la dichiarazione individuale o consolidata di carattere non finanziario depositata presso il registro delle imprese contiene fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero ovvero omette fatti materiali rilevanti la cui informazione è prevista ai sensi del Decreto, agli amministratori e ai componenti dell'organo di controllo dell'ente di interesse pubblico si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 50.000 a euro 150.000. Per l'accertamento e

l'irrogazione delle sanzioni amministrative pecuniarie ora brevemente riassunte è competente la CONSOB e si osservano le disposizioni previste dagli articoli 194-*bis*, 195, 195-*bis* e 196-*bis*, del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

## 2 L'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari

Determinante nell'evoluzione del principio di sviluppo sostenibile fu, poi, la Conferenza dell'ONU, che si tenne a Parigi nel 2015, sui cambiamenti climatici e che si concluse con la definizione di 17 obiettivi<sup>8</sup> (OSS/SDGs, *Sustainable Development Goals*) e 169 traguardi per uno sviluppo sostenibile raccolti nella nota "Agenda 2030"<sup>9</sup>. Nel preambolo di quest'ultima esplicitamente si afferma che gli obiettivi e i relativi traguardi «sono interconnessi e indivisibili e bilanciano le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile: la dimensione economica, sociale e ambientale», conferendo così solennemente natura tridimensionale allo sviluppo sostenibile<sup>10</sup>. Tale carattere dello sviluppo

8 «Obiettivo 1. Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo; Obiettivo 2. Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile; Obiettivo 3. Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età; Obiettivo 4. Fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti; Obiettivo 5. Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze; Obiettivo 6. Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie; Obiettivo 7. Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni; Obiettivo 8. Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti; Obiettivo 9. Costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile; Obiettivo 10. Ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra le nazioni; Obiettivo 11. Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili; Obiettivo 12. Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo; Obiettivo 13. Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico; Obiettivo 14. Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile; Obiettivo 15. Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre; Obiettivo 16. Promuovere società pacifiche e inclusive per uno sviluppo sostenibile; Obiettivo 17. Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile».

9 Reperibile all'indirizzo [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it).

10 In relazione al principio di sviluppo sostenibile si veda: R. IBBA, L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla Direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability due diligence, in BBTC, 2023, p. 433; M. TOMMASO, Strategia europea sulla finanza sostenibile informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società, in Giur. comm. 2023, I, p. 607; M. COSSU, Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari, in BBTC, 2023, p. 558; C. AMATUCCI, Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori, in Giur. comm., 2022, I, p. 612; G. RACUGNO e D. SCANU, Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso il Green deal europeo, in Giur. comm., 2022, I, p. 726; AA.VV., Sostenibilità Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane, a cura di F. Massa, Torino, Giappichelli, Torino, 2019; AA.VV., L'impresa sostenibile Alla prova del dialogo dei saperi, a cura di D. Caterino e I. Ingravallo, Lecce, EuriConv, 2020; M. STELLA RICHTER, Long-termism, in Riv. Soc., 2021, p. 16; P. BENAZZO, Organizzazione e gestione dell'«impresa complessa»: compliance, adeguatezza ed efficienza. Ex pluribus unum, in Riv. soc., 2020, p. 1197; M. MAUGERI, Informazione non finanziaria e interesse sociale, in Riv. soc., 2019, p. 992; P. DE GIOIA CARABELLESE, Corporate Social Responsibility e Common Law, in Giur. Comm., I, 2019, p. 1041; M. PENNASILICO, Emergenza e ambiente all'epoca pandemica. Verso un diritto dello «sviluppo umano ed ecologico», in Giust. civ., 2021, p. 495; G. STRAMPELLI, Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock, in Riv. soc., 2020, 51; C. ANGELICI, Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa, in Riv. soc., 2018, p. 3; E. BELISARIO, Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il D. Lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE, in Nuove leggi civ. comm., 2017, 19; V. BUONOCORE, Etica degli affari, impresa etica e impresa socialmente responsabile, in La responsabilità sociale dell'impresa, a cura di G. Conte, Roma-Bari, 2008, p. 46; S. BRUNO, Dichiarazione "non finanziaria" e obbligo degli amministratori, in Riv. soc., 2018, p. 974; V. CALANDRA BUONAURA, Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori, in Giur. comm., 2011, I, p. 526; R. COSTI, La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano, in AA.VV., La responsabilità dell'impresa. Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2006, p. 83; F. FRACCHIA, Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future, in Rivista Quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente, 2010, p. 15;

sostenibile genera una nuova concezione della tutela ambientale, ponendosi una questione ambientale solo in presenza di un fabbisogno economico e di esigenze sociali.

Strumentale per il conseguimento di uno sviluppo sostenibile sembrerebbe essere la *Green Economy*. L'UNEP (*UN Environment Program*), nel rapporto sulla economia verde globale, ha definito la *Green economy* come "un'economia che si traduce in un miglioramento del benessere umano e dell'equità sociale, mentre riduce significativamente i rischi ambientali e la distruzione delle risorse non rinnovabili. È un'economia a bassa emissione di carbonio, efficiente in termini di uso delle risorse e socialmente inclusiva"<sup>11</sup>. "L'economia verde sarebbe il mezzo per consentire di fare avanzare simultaneamente gli obiettivi ambientali e gli obiettivi economici secondo la logica dello stesso concetto di sviluppo sostenibile"<sup>12</sup>.

Il legislatore, in conformità con tale rinnovata ottica, evidenzia i limiti della informativa resa dalle società con la dichiarazione di carattere non finanziario ritenendo che la forma e la presentazione con le quali essa viene resa "non sono però sempre idonee all'impiego diretto da parte dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari nelle loro interazioni con gli investitori finali"<sup>13</sup>.

Al fine di risolvere tale problema il legislatore, con il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, o SFDR), introduce specifiche norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e per i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari<sup>14</sup>.

Id., Lo sviluppo sostenibile. La voce flebile dell'altro fra protezione dell'ambiente e tutela della specie umana, Napoli, 2010; Id., Il principio dello sviluppo sostenibile, in M. Renna e F. Saitta (a cura di), Studi sui principi di diritto amministrativo, Milano, 2012, p. 433 e ss; P. GRECO, Lo sviluppo sostenibile: dal vertice di Rio a quello di Johannesburg, Milano, 2003; R. LOMONACO, Sviluppo sostenibile e difesa dei diritti umani, Roma, 2004; A. LANZA, Lo sviluppo sostenibile, Bologna; V. PEPE, Lo sviluppo sostenibile tra diritto internazionale e diritto interno, in Riv. Giur. Amb., 2002, p. 209; Id., Lo sviluppo sostenibile tra governo dell'economia e profili costituzionali, Piacenza, 2002.

11 Si veda sul punto S. FORTUNATO, L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile, in Giur. comm., 2019, I, p. 420.

12 A. MOLTERRI, "La sfida ambientale e il ruolo dei pubblici poteri in campo economico", in Rivista Quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente, 2020, n. 2, p. 34.

13 Considerando (25) Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

14 In materia, M. LEMBO, Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria, in Riv. comm. Int., 2023, p. 63; D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento in dirittobancario.it, 4.7.2022; A. DAVOLA, Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili; tutela dell'investitore e contrasto al green washing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio in Rivista di diritto bancario, 2022, G. AMATO, N. PIEROTTI, R. BENVENUTO, Regolamento SFDR e norme tecniche di attuazione: la sfida delle sustainability disclosures in dirittobancario.it, 15.3.2021; A. DEL GIUDICE, La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, Torino, 2019.

A differenza della Dichiarazione non Finanziaria, dove obbligata è la società partecipata, in questo caso obbligati all'informativa sono i partecipanti ai mercati finanziari, cioè i realizzatori di prodotti finanziari<sup>15</sup>, e i consulenti finanziari<sup>16</sup>, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli investitori finali.

Centrali in tale disciplina sono le nozioni di rischio di sostenibilità, fattori di sostenibilità e investimento sostenibile.

Secondo l'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088, per rischio di sostenibilità si intende un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verificasse potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento.

Per fattori di sostenibilità, invece, si intendono le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva.

Per investimento sostenibile, secondo la stessa norma, s'intende: un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare; un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali; un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate; a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda: strutture di gestione solide; relazioni con il personale; remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

Il SFDR, date le definizioni ora ricordate, impone i seguenti obblighi trasparenza. Innanzitutto, la citata direttiva impone ai partecipanti ai mercati finanziari e ai

15 Regolamento (UE) 2019/2088, art. 2: «[...]»; «partecipante ai mercati finanziari»: a) un'impresa di assicurazione che rende disponibile un prodotto di investimento assicurativo (IBIP); b) un'impresa di investimento che fornisce servizi di gestione del portafoglio; c) un ente pensionistico aziendale o professionale (EPAP); d) un creatore di un prodotto pensionistico; e) un gestore di fondi di investimento alternativi (GEFIA); f) un fornitore di un prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP); g) un gestore di un fondo per il venture capital qualificato registrato conformemente all'articolo 14 del Regolamento (UE) n. 345/2013; h) un gestore di un fondo qualificato per l'imprenditoria sociale registrato conformemente all'articolo 15 del Regolamento (UE) n. 346/2013; i) una società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (società di gestione di OICVM); oppure j) un ente creditizio che fornisce servizi di gestione del portafoglio; [...]».

16 Regolamento (UE) 2019/2088, art. 2: «[...]»; "consulente finanziario": a) un intermediario assicurativo che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; b) un'impresa di assicurazione che fornisce consulenza in materia di assicurazioni riguardo agli IBIP; c) un ente creditizio che fornisce consulenza in materia di investimenti; d) un'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti; e) un GEFIA che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 4, lettera b), punto i), della Direttiva 2011/61/UE; oppure f) una società di gestione di OICVM che fornisce consulenza in materia di investimenti conformemente all'articolo 6, paragrafo 3, lettera b), punto i), della Direttiva 2009/65/CE; [...]».

consulenti finanziari di pubblicare sui loro siti *web* informazioni circa le proprie politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità, rispettivamente, nei loro processi decisionali relativi agli investimenti e nelle loro consulenze in materia di investimenti o di assicurazioni.

Il SFDR impone, poi, ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari di fare trasparenza circa gli effetti negativi per la sostenibilità a livello di soggetto e di prodotto finanziario. I partecipanti ai mercati finanziari, con riferimento al soggetto, nel caso in cui prendano in considerazione i principali effetti negativi (*Principal Advers Impact* o "PAI") delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, pubblicano e aggiornano sui propri siti *web* una dichiarazione concernente le politiche di dovuta diligenza per quanto riguarda tali effetti, tenendo debitamente conto delle loro dimensioni, della natura e dell'ampiezza delle loro attività e della tipologia dei prodotti finanziari che rendono disponibili. Tale dichiarazione deve contenere almeno informazioni sulle politiche relative all'individuazione e alla prioritizzazione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e relativi indicatori, la descrizione dei principali effetti negativi per la sostenibilità e di qualsiasi azione adottata in relazione a ciò o, se del caso, programmata, nonché una breve sintesi delle politiche di impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La politica di impegno deve anche descrivere le modalità di monitoraggio su (e di dialogo con) le società partecipate su questioni rilevanti (compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario), oltre alle modalità di esercizio dei diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, alle modalità di collaborazione con altri azionisti e alle modalità di gestione di conflitti di interesse attuali o potenziali.

La stessa politica deve contenere anche un riferimento all'osservanza dei codici di condotta d'impresa responsabile e delle norme riconosciute a livello internazionale in materia di dovuta diligenza e di reportistica e, se del caso, al grado di conformità agli obiettivi previsti dall'accordo di Parigi. Nel caso in cui i descritti oneri di trasparenza non siano adempiuti, i partecipanti ai mercati finanziari devono indicarne le motivazioni.

I consulenti finanziari, invece, hanno il semplice onere di pubblicare sui propri siti *web* se nello svolgimento della loro attività prendano in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità e nel caso in cui non lo facciano di indicarne i motivi.

Con riferimento a ciascun prodotto, i partecipanti ai mercati finanziari, nel caso in cui prendano in considerazione i principali effetti negativi (PAI) delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, includono nell'informativa precontrattuale una spiegazione chiara e motivata del modo in cui il singolo prodotto prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità. Nel caso in cui i partecipanti ai mercati finanziari non adempiano ai citati oneri di trasparenza, l'informativa precontrattuale deve includere una dichiarazione attestante che il partecipante ai mercati finanziari non prende in considerazione gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità e una spiegazione motivata al riguardo.

Se i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari ritengono rilevanti i rischi di sostenibilità, l'informativa precontrattuale include: il modo in cui i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento o nella loro consulenza; i risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari che rendono disponibili o su cui forniscono la consulenza.

Se i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari non ritengono rilevanti i rischi di sostenibilità, l'informativa precontrattuale include una spiegazione chiara e concisa al riguardo.

Per quanto attiene alla trasparenza, per un prodotto finanziario che abbia come obiettivo investimenti sostenibili, nel caso in cui sia stato designato un indice di riferimento, le informazioni precontrattuali devono integrare l'indicazione del modo in cui l'indice designato è in linea con l'obiettivo, oltre alla spiegazione del perché e del modo in cui l'indice designato in linea con l'obiettivo differisce da un indice generale di mercato.

Se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili e non è stato designato alcun indice come indice di riferimento, le informazioni precontrattuali includono la spiegazione del modo in cui è raggiunto tale obiettivo.

Un recente studio<sup>17</sup> – commissionato dal Dipartimento per le politiche economiche, scientifiche e della qualità della vita su richiesta della Commissione per i problemi economici e monetari (ECON) – avente lo scopo di arricchire il dibattito politico sull'informativa di sostenibilità nell'ambito del SFDR e di fornire una valutazione giuridica sulle possibili modifiche migliorative da apportare alla relativa normativa vigente, giunge alle seguenti conclusioni.

Innanzitutto, per una eventuale modifica della disciplina, sarebbe necessario chiarire lo scopo del SFDR, e cioè se esso sia finalizzato a "soddisfare" le preferenze degli investitori esistenti incanalando i fondi verso determinate attività e, in ultima analisi, producendo cambiamenti nell'economia reale, o una combinazione di entrambi, ossia incanalare i fondi verso determinate attività, conformemente alle preferenze degli investitori e, allo stesso tempo, produrre cambiamenti nell'economia reale. Inoltre, si dovrebbero individuare in modo chiaro i destinatari del SFDR, e cioè se tali siano oltre agli investitori anche altri *stakeholder* e le autorità di regolamentazione.

In secondo luogo, andrebbe riconsiderata l'efficacia del sistema informativo (formato dalle informazioni fornite dalle imprese soggette ai diversi regimi di *reporting* che si sono succeduti nel tempo, dagli intermediari dell'informazione - soggetti al regolamento sui benchmark e sui rating ESG - e dagli operatori di mercato soggetti a SFDR). I diversi testi giuridici dovrebbero essere meglio allineati e razionalizzati, dando priorità al fatto che le informazioni generate dai *benchmark* e dai *rating* ESG delle entità CSRD possano essere direttamente incorporate nelle informazioni sui prodotti.

17 D. RAMOS MUÑOZ, M. LAMANDINI, M. SIRI, *The Implementation of the Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR)*, publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2024.

Sulla base di quanto riportato nello studio citato, ciò rappresenta anche una sfida tecnologica, che richiede metodologie e strumenti adeguati. Le autorità dovrebbero assumere un ruolo attivo nel garantire che questi strumenti siano facilmente accessibili, per limitare l'eccessiva dipendenza da fornitori terzi di servizi di dati.

L'eventuale modifica della disciplina dovrebbe promuovere un sistema di categorie di prodotti che sia più facilmente comprensibile per l'investitore finale e che possa contemporaneamente spostare i flussi di capitale verso attività sostenibili (o di transizione). Una categoria di prodotti di investimento "di transizione" sembra essenziale, così come una categoria che si concentri sull'"impatto" degli investimenti. Una categoria di prodotti "sostenibili" potrebbe essere auspicabile, ma probabilmente dovrebbe essere suddivisa per obiettivi di sostenibilità. Tali ultimi prodotti dovrebbero caratterizzarsi per la presenza di specifici requisiti e soglie minime. Ciò potrebbe richiedere una revisione del concetto di "investimento sostenibile" contenuto nel SFDR, che è troppo ampio e incerto. Un approccio più prescrittivo sembra inevitabile, ma dovrebbe essere bilanciato da adeguati test sui consumatori e analisi di mercato. I test sui consumatori dovrebbero garantire che le categorie siano abbastanza precise da soddisfare le preferenze degli investitori. L'analisi di mercato dovrebbe garantire che le categorie siano anche abbastanza ampie da comprendere una quota sufficientemente ampia di fondi, il che aumenta l'effetto di trasformazione del SFDR.

Le informazioni sui prodotti dovrebbero essere notevolmente semplificate. In particolare, la Commissione europea dovrebbe anche considerare lo scopo delle informazioni, rispetto agli utenti e mantenere solo informazioni utili e in linea allo scopo da perseguire e all'utente, preferibilmente in una forma semplificata e snellita.

Infine, le autorità dovrebbero prendere in considerazione i costi del regolamento. Nella sua forma attuale, il SFDR è un atto legislativo notevole, ma costoso.

### 3 La tassonomia

La *Green economy*, espressione dell'economia lineare (*Red economy*)<sup>18</sup>, ha ceduto il passo a favore della *Blue economy*<sup>19</sup>, espressione dell'economia circolare<sup>20</sup>. Mentre l'economia lineare, cioè tradizionale, è riassumibile nel percorso "prendi-produci-smaltisci", l'economia circolare<sup>21</sup> "è un'economia industriale concettualmente rigenerativa e riproduce la natura nel migliorare e ottimizzare in modo attivo i sistemi

18 F. DE LEONARDIS, *Economia circolare: saggio sui suoi diversi aspetti giuridici. Verso uno Stato circolare*, in *Dir. amm.*, 2017, p. 168.

19 G. PAULI, *Blue economy 2.0*, Milano, 2015.

20 A. MOLITERNI, op. cit., 2020, 37; R. FERRARA, *Brown economy, green economy, blue economy: l'economia circolare e il diritto dell'ambiente*, in *Il Piemonte delle Autonomie – Rivista quadrimestrale di scienza dell'Amministrazione promossa dal Consiglio regionale del Piemonte*, 2018, 3, p. 1 e ss.

21 In relazione all'economia circolare si veda M. COCCONI, *La regolazione dell'economia circolare. Sostenibilità e nuovi paradigmi di sviluppo*, Milano, 2020; F. DE LEONARDIS, cit., 2017, 163; ID., (a cura di), *Studi in tema di economia circolare*, Macerata, 2019; ID., *Il diritto dell'economia circolare e l'art. 41 della Costituzione*, in *RQDA*, 2020, 50; C. BOVINO, *Verso un'economia circolare: la revisione delle direttive sui rifiuti*, in *Ambiente*, 2014, p. 682; E. SCOTTI, *Poteri pubblici, sviluppo sostenibile ed economia circolare*, in *Dir. dell'Economia*, 2019, p. 493. In merito alle origini dell'economia circolare F. DE LEONARDIS, 2017, nt. 1, attribuisce la sua prima formulazione, nel 1970, all'architetto J. T. Lyle, con la "progettazione

mediante i quali opera"<sup>22</sup>. I modelli economici, nella prospettiva dell'economia circolare, riproducono il funzionamento degli ecosistemi naturali "in cui tutto si riutilizza e nulla si perde"<sup>23</sup>. Da ciò la "biomimesi" secondo cui il sistema economico, conscio della "esistenza di limiti invalicabili che impongono il continuo riutilizzo dei beni"<sup>24</sup>, mimerrebbe quello naturale. L'economia circolare trova, infatti, fondamento nell'*Ecological Economics* che considera l'attività economica quale estensione di quella biologica<sup>25</sup>. Seguendo l'economia circolare, il sistema produttivo non ha da risolvere il problema di come utilizzare ciò che resta al termine della vita del prodotto, poiché il processo produttivo ha un andamento circolare restituendo al termine esattamente ciò che è stato sottratto all'inizio alla natura per alimentare il ciclo produttivo<sup>26</sup>.

L'economia circolare, operando nell'ambito tridimensionale già proprio dello sviluppo sostenibile investe tutti i soggetti coinvolti nel processo produttivo, e cioè impresa-emittente, intermediario e risparmiatore-investitore<sup>27</sup>. Tutti sono attori che recitano una propria parte. I provvedimenti fin qui descritti hanno iniziato ad abbozzare la parte che nel processo economico recitano l'impresa e gli intermediari. Con l'avvento dell'economia circolare fa l'ingresso in scena anche il risparmiatore-investitore, si pone, cioè, particolare attenzione alla corretta rilevazione delle sue preferenze.

Così con il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, cosiddetto Regolamento Tassonomia, il legislatore europeo, come si legge nei considerando, "integra le norme in materia di trasparenza nell'informativa precontrattuale e nelle relazioni periodiche stabilite nel Regolamento (UE) 2019/2088" al fine di "migliorare la trasparenza e per far sì che i partecipanti ai mercati finanziari forniscano agli investitori finali un punto di confronto oggettivo sulla quota di investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili". Fondamentali per garantire la competitività dell'economia dell'Unione nel lungo termine, si legge negli stessi considerando, sono "la sostenibilità e la transizione a un'economia sicura, climaticamente neutra, resiliente ai cambiamenti climatici, più efficiente in termini di risorse e circolare".

rigenerativa" fondata sull'utilizzo di "risorse locali e rinnovabili", ed all'architetto W. Stahel che sostenne «che il modello di produzione economica lineare (prendi, produci, usa e getta) non fosse sostenibile, a causa dell'aumento della domanda di materie prime e di accumulo dei rifiuti».

22 Il riferimento è alla definizione fornita dalla fondazione Ellen MacArthur, così come riportata in M. COCCONI, *op. cit.*, 2020, p. 17.

23 F. DE LEONARDIS, *cit.*, p. 168; M. COCCONI, *cit.*, 2020, p. 17.

24 F. DE LEONARDIS, 2017, *cit.*, p. 168.

25 Ivi, p. 182.

26 Ivi, p. 183.

27 Si veda anche COMMISSIONE EUROPEA, *L'economia circolare. Collegare, generare e conservare il valore*, rep. all'indirizzo [https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/economia\\_circolare/ce\\_economia\\_circolare\\_deppliant.pdf](https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/economia_circolare/ce_economia_circolare_deppliant.pdf), p. 2 «La transizione verso un'economia circolare richiede la partecipazione e l'impegno di diversi gruppi di persone. Il ruolo dei decisori politici è offrire alle imprese condizioni strutturali, prevedibilità e fiducia, valorizzare il ruolo dei consumatori e definire come i cittadini possono beneficiare dei vantaggi dei cambiamenti in corso. Il mondo delle imprese può riprogettare completamente le catene di fornitura, mirando all'efficienza nell'impiego delle risorse ed alla circolarità».

Il Regolamento Tassonomia stabilisce, infatti, i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento.

Un'attività economica, secondo lo stesso regolamento, è considerata ecosostenibile se contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali; se non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali (*Do No Significant Harm* o "DNSH"); se è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia; se è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione.

Gli obiettivi ambientali definiti dal Regolamento riguardano la mitigazione dei cambiamenti climatici, l'adattamento ai cambiamenti climatici, l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine, la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento e, infine, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Quindi il Regolamento Tassonomia, a integrazione del SFDR, stabilisce che se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili o la riduzione delle emissioni di carbonio, le informazioni precontrattuali devono includere la descrizione dell'obiettivo o degli obiettivi ambientali ai quali l'investimento sottostante il prodotto contribuisce oltre alla descrizione di come e in che misura tale investimento si riferisca ad attività economiche ecosostenibili.

Inoltre, nel caso in cui un prodotto finanziario promuova caratteristiche ambientali, le informazioni precontrattuali devono includere informazioni sulle caratteristiche ambientali a cui contribuisce l'investimento sottostante e la descrizione di come e in che misura gli investimenti sottostanti riferiscano ad attività economiche ecosostenibili.

Se un prodotto finanziario non ha come obiettivo investimenti sostenibili o non promuove caratteristiche ambientali le informazioni precontrattuali includono una dichiarazione con la quale si afferma che gli investimenti sottostanti lo stesso prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.

## 4 L'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nelle scelte d'investimento

Nel marzo 2018 la Commissione europea pubblicò il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile in cui, a tal fine, fissò tra altro l'obiettivo di "riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili per consentire una crescita sostenibile e inclusiva". Fin qui, come visto, con le Direttive 2013/34/UE e 2014/95 UE - attuate in Italia con il D. Lgs. 30 dicembre 2016 n. 254 e, per gli aspetti operativi con il Regolamento CONSOB n. 20267 del 18 gennaio 2018 sulla comunicazione di informazioni di

carattere non finanziario<sup>28</sup> -, e con i Regolamenti (UE) 2019/2088 e 2020/852 il legislatore aveva posto attenzione, con riferimento al rapporto di investimento, alla produzione e diffusione, nella fase precontrattuale, di informazioni in tema di sostenibilità.

Dopo aver disciplinato la fase di produzione delle informazioni, era necessario disciplinare il rapporto tra intermediario e cliente per assicurare che quest'ultimo fosse correttamente informato anche in tema di sostenibilità e che le sue scelte sul punto venissero correttamente rilevate dall'intermediario. Il legislatore interviene a tal fine con il Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021, modificando il Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

Infatti, come affermato nel considerando (5) del Reg. Del. (UE) 2021/1253, "conformemente all'obbligo dell'impresa di investimento di agire nel migliore interesse dei suoi clienti, le raccomandazioni ai clienti e potenziali clienti dovrebbero riflettere sia gli obiettivi finanziari che le eventuali preferenze di sostenibilità espresse da tali clienti".

Il legislatore introduce così la definizione di preferenze di sostenibilità che si sostanziano nella "scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari: a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio; b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o il potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio; c) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente".

Il legislatore impone, quindi, che l'intermediario nella definizione e applicazione delle politiche e procedure del rischio tenga conto anche dei rischi di sostenibilità e che tra gli obiettivi d'investimento del cliente siano incluse le sue eventuali preferenze di sostenibilità<sup>29</sup>. Le imprese di investimento, tra altro, devono adottare appropriate politiche e procedure, dimostrabili, per assicurare di essere in grado di comprendere la natura e le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti, compresi eventuali fattori di sostenibilità.

28 Per completezza, il citato Regolamento Consob sarà a breve modificato in attuazione del decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125, che recepisce nell'ordinamento nazionale la Direttiva (UE) 2022/2464 in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità (la consultazione pubblica terminerà il 13 gennaio 2025).

29 Cfr. in arg. Richiamo di attenzione Consob n. 1/24 del 25 luglio 2024.

## 5 La rendicontazione societaria in tema di sostenibilità

L'introduzione del regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e del Regolamento Tassonomia, come si legge nella relazione alla Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD) che modifica il Regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità, ha reso inadeguato il sistema informativo a disposizione dei partecipanti ai mercati finanziari, i quali necessitano di ricevere maggiori informazioni sulla sostenibilità dalle partecipate. La CSRD, recepita lo scorso 10 settembre 2024 mediante il D. Lgs. n. 125/2024, si basa sugli obblighi di informativa in materia di sostenibilità previsti dalla NFRD e ne prevede la revisione, al fine di renderli più coerenti con il quadro giuridico più ampio in materia di finanza sostenibile. Per poter adempiere agli obblighi stabiliti dal regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e riuscire, in definitiva, a soddisfare le esigenze degli investitori finali, compresi i singoli investitori e le famiglie, i partecipanti ai mercati finanziari necessitano di ricevere informazioni adeguate dalle società partecipate. La CSRD mira pertanto a garantire che le partecipate comunichino le informazioni di cui i partecipanti ai mercati finanziari hanno bisogno per poter adempiere ai rispettivi obblighi di informativa a norma del regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

Il Regolamento Tassonomia istituisce un sistema di classificazione delle attività economiche ecosostenibili, allo scopo di potenziare gli investimenti sostenibili e combattere il *greenwashing* dei prodotti finanziari "sostenibili". Esso impone alle imprese che rientrano nell'ambito di applicazione della NFRD, come visto, di comunicare taluni indicatori che rivelano in che misura le loro attività sono ecosostenibili secondo la tassonomia. Questi indicatori sono complementari rispetto alle informazioni che le imprese sono tenute a comunicare ai sensi della NFRD stessa.

La CSRD mira a garantire che gli obblighi di informativa delle imprese siano coerenti con la tassonomia.

Quindi, secondo la CSRD, le imprese di grandi dimensioni e le piccole e medie imprese, includono nella relazione sulla gestione, in un'apposita sezione, informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità e del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione.

La CSRD introduce, così, la nozione di questione di sostenibilità che coincide con la nozione di fattori di sostenibilità di cui al SFDR.

Innanzitutto, le informazioni richieste includono una descrizione del modello e della strategia dell'impresa, anche in termini di resilienza, in relazione ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità. Devono anche essere descritte le opportunità per l'impresa connesse alle questioni di sostenibilità, nonché i piani finanziari e di investimento atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la

transizione verso un'economia sostenibile, con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C e l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050 come stabilito dal Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio.

Con tali disposizioni il *Business Model*, così strutturato, evolve nel *Sustainable Business Model* in grado di definire gli obiettivi dell'impresa «anche in termini sociali e ambientali e non solo dal punto di vista economico e finanziario»<sup>30</sup>.

In secondo luogo, le informazioni devono descrivere gli obiettivi temporalmente definiti connessi alle questioni di sostenibilità individuati dall'impresa, il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e delle loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o dell'accesso di tali organi alle suddette competenze e capacità, le politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità, l'esistenza di sistemi di incentivi connessi alle questioni di sostenibilità destinati ai membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo.

In terzo luogo, non possono mancare informazioni circa le procedure di dovuta diligenza applicate dall'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità, i principali impatti negativi, effettivi o potenziali, legati alle attività dell'impresa e alla sua catena del valore, compresi i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura.

Ancora, le informazioni devono fornire una descrizione dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità, compresa una descrizione delle principali dipendenze dell'impresa da tali questioni, e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa.

Da ultimo, le informazioni in parola devono, infine, elencare gli indicatori pertinenti per la comunicazione di tutte le informazioni fornite<sup>31</sup>.

## 6 Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità

La condotta delle società in tutti i settori dell'economia è, come si legge nella Relazione alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al

30 Corporate Reporting Forum, 2020, p. 29 in [www.ipsosa.it](http://www.ipsosa.it).

31 In arg. si segnala, così come riportato in [www.consob.it](http://www.consob.it), che la “Consob ha pubblicato un Richiamo di attenzione [n.2/2024] in materia di informativa sul clima da rendere in bilancio, in analogia con quanto effettuato da altre Autorità europee, alla luce degli elementi emersi dalle analisi condotte sul tema e in vista della prossima entrata in vigore degli obblighi sulla rendicontazione di sostenibilità richiesti dal D. Lgs n. 125/2024.

La tematica costituisce una priorità di vigilanza individuata dall'Esma, l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, già dal 2021 ed è stata, recentemente, richiamata nel *PublicStatement* dell'Esma (Esma 32-193237008-8369) contenente le priorità di vigilanza per il 2024, nel quale si sottolinea l'importanza della coerenza tra informativa finanziaria e di sostenibilità in materia di rischi climatici. L'Esma invita gli emittenti (in particolare quelli operanti in settori più esposti ai fattori climatici) a specificare nei bilanci quali questioni climatiche, seppure trattate nella rendicontazione di sostenibilità, non hanno effetti finanziari chiedendo di spiegarne il motivo”.

dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità del 23 febbraio 2022, adottata dal Consiglio europeo il 24 maggio 2024 (Direttiva (UE) 2024/1760, *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, "CSDDD" o "CS3D"), fondamentale per il successo della transizione dell'Unione a un'economia verde, climaticamente neutra, e per il conseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile, ivi compresi i rispettivi obiettivi in materia di diritti umani e ambiente.

L'azione volontaria, che caratterizza tutti gli interventi legislativi fin qui visti, non sembra aver portato a miglioramenti sensibili riscontrando, ancora, su vasta scala impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente. Inoltre, il ricorso a processi di diligenza basati su norme volontarie non crea "certezza del diritto né per le società né per le vittime in caso di danni". La citata direttiva offre "una disciplina trasversale per promuovere il contributo delle società attive nel mercato unico al rispetto dei diritti umani e dell'ambiente nelle attività che svolgono e nelle catene del valore cui partecipano, individuando, prevenendo e attutendo gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi che producono e assumendosene la responsabilità, e mettendo in atto adeguati sistemi e misure di *governance* e gestione a tal fine".

Il dovere di diligenza - come definito nella Guida dell'OCSE sul dovere di diligenza per la condotta d'impresa responsabile - "è la procedura che le imprese dovrebbero attuare per individuare, prevenire, mitigare e rendere conto di come affrontano gli impatti negativi, effettivi e potenziali, nelle rispettive attività, nella catena di fornitura e nelle altre relazioni commerciali". E ciò sulla premessa "che le attività imprenditoriali possono dare luogo a impatti negativi per il governo societario, l'occupazione, i diritti umani, l'ambiente, la corruzione e i consumatori".

La CS3D impone quale obbligo sostanziale, per alcune società, l'adempiere al dovere di diligenza al fine di individuare, prevenire, attenuare e rendere conto dei danni esterni derivanti dagli impatti negativi sui diritti umani e dagli impatti ambientali negativi nelle attività che svolgono, nelle loro filiazioni e nella catena del valore cui partecipano.

La Direttiva disciplina, quindi, gli obblighi rispetto agli impatti negativi sui diritti umani e agli impatti ambientali negativi, siano essi effettivi o potenziali, che gravano sulle società e le responsabilità per le violazioni di detti obblighi.

Ai sensi della CS3D ciascuna società deve esercitare il dovere di diligenza in materia di diritti umani e dell'ambiente integrandolo nelle proprie politiche; individuando gli impatti negativi effettivi o potenziali; prevenendo e attenuando gli impatti negativi potenziali, arrestando gli impatti negativi effettivi e minimizzando la relativa entità; instaurando e mantenendo una procedura di reclamo; monitorando l'efficacia della politica e delle misure di diligenza; dando comunicazione pubblica sul dovere di diligenza (azioni di diligenza).

La stessa società è responsabile dei danni se non adempie agli obblighi ora accennati e a seguito di tale inadempienza si verifici un impatto negativo che avrebbe dovuto essere individuato, prevenuto, attutito, arrestato o minimizzato nell'entità.

La responsabilità della predisposizione delle azioni di diligenza e, in particolare, della politica del dovere di diligenza ricade sugli amministratori. Sugli stessi amministratori ricade anche un dovere di sollecitudine che impone loro di tener conto, nell'adempire al loro dovere di agire nell'interesse superiore della società, delle conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, delle decisioni che assumono, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente.

## 7 Il rafforzamento della tutela del consumatore

Il legislatore unionista non ha ritenuto la disciplina ora brevemente riassunta in grado di tutelare efficacemente il consumatore di prodotti finanziari consentendogli di adottare scelte sostenibili e, in tal modo, supportare la transizione verso l'economia circolare.

L'economia circolare è in cima all'agenda politica europea. L'undici marzo 2020 la Commissione ha pubblicato una comunicazione intitolata "Un nuovo piano d'azione sull'economia circolare per un'Europa più pulita e competitiva". Il piano presenta "una serie di iniziative interconnesse per stabilire un quadro di politica produttiva forte e coerente che trasformi in un fatto normale realizzare prodotti, servizi e modelli di business sostenibili".

Tra le iniziative ricomprese in tale piano va annoverata, innanzitutto, la Direttiva (UE) 2024/825 del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024, comunemente individuata come "Direttiva *Greenwashing*", che modifica la Direttiva 2005/29/CE, avente ad oggetto le pratiche commerciali sleali, e la Direttiva 2011/83/UE, avente ad oggetto, invece, i diritti dei consumatori.

La Direttiva 2024/825, come si legge nella relazione contenuta nella relativa Proposta del 30.03.2022, rafforzando i diritti dei consumatori, contribuisce alla realizzazione di un'economia dell'UE circolare attraverso una maggiore sostenibilità dei consumi.

La direttiva sui diritti dei consumatori, pre-vigente, imponeva ai professionisti sia di fornire ai consumatori informazioni sulle caratteristiche principali dei beni o servizi, sia di informare in merito all'esistenza della garanzia legale di conformità e di ulteriori garanzie commerciali. Non essendo previsto alcun obbligo di fornire informazioni sull'assenza di garanzie commerciali di durabilità, la direttiva non incentivava sufficientemente i produttori a fornirle. La direttiva, poi, non prevedeva di informare i consumatori sulla riparabilità dei beni.

La direttiva sulle pratiche commerciali sleali prevedeva delle norme generali le quali potevano essere applicate, con valutazione dei singoli casi, alle pratiche di *greenwashing* che incidavano negativamente sui consumatori.

La Direttiva 2024/852, quindi, modifica la Direttiva 2005/29/CE, includendo nell'elenco delle caratteristiche del prodotto in merito alle quali il professionista non

dovrebbe ingannare il consumatore, di cui all'articolo 6, paragrafo 1, della stessa Direttiva 2005/29/CE, le seguenti nuove voci: "impatto ambientale o sociale", "durabilità" e "riparabilità".

La stessa Direttiva, poi, integra l'elenco previsto all'articolo 6, paragrafo 2, della stessa Direttiva 2005/29/CE – che individua le pratiche commerciali da considerare azioni ingannevoli se inducono o possono indurre il consumatore medio a prendere una decisione di natura commerciale che altrimenti non avrebbe preso –, aggiungendo due ulteriori pratiche. La prima si sostanzia nella formulazione di una dichiarazione ambientale relativa alle prestazioni ambientali future senza includere impegni ed obiettivi chiari, oggettivi e verificabili e senza un sistema di monitoraggio indipendente. La seconda consiste nella pubblicizzazione come vantaggi per i consumatori di elementi irrilevanti che non derivano dalle caratteristiche del prodotto o dell'impresa. La direttiva per la responsabilizzazione dei consumatori integra, poi, le ipotesi di pratiche commerciali considerate, ex art. 7 Dir. 2005/29/CE, omissioni ingannevoli, aggiungendo l'ipotesi in cui l'operatore economico, fornendo un servizio di raffronto fra prodotti e comunicando al consumatore informazioni sulle caratteristiche ambientali o sociali o sugli aspetti relativi alla circolarità – quali la durabilità, la riparabilità o la riciclabilità, dei prodotti o dei fornitori di tali prodotti –, ometta informazioni sul metodo di raffronto, sui prodotti raffrontati e sui fornitori di tali prodotti, così come sulle misure predisposte per tenere aggiornate le informazioni.

Ancora, la Direttiva 2024/852 aggiunge ulteriori ipotesi all'elenco delle pratiche commerciali da considerare sleali in qualsiasi circostanza, la cosiddetta lista nera<sup>32</sup>.

La Direttiva 2024/852 modifica anche la Direttiva 2011/83/UE per quanto concerne le informazioni precontrattuali da fornire ai consumatori al momento della conclusione di contratti.

La Direttiva 2024/852 integra, innanzitutto, l'elenco di cui all'articolo 5, paragrafo 5 che individua le informazioni precontrattuali da fornire ai consumatori al momento della conclusione di contratti diversi dai contratti a distanza o dai contratti

32 Le ipotesi che vengono aggiunte sono le seguenti: 1) Esibire un marchio di sostenibilità che non è basato su un sistema di certificazione o non è stabilito da autorità pubbliche; 2) Formulare un'asserzione ambientale generica per la quale l'operatore economico non è in grado di dimostrare l'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali pertinenti all'asserzione; 3) Formulare un'asserzione ambientale concernente il prodotto nel suo complesso o l'attività dell'operatore economico nel suo complesso quando riguarda soltanto un determinato aspetto del prodotto o uno specifico elemento dell'attività dell'operatore economico; 4) Asserire, sulla base della compensazione delle emissioni di gas ad effetto serra, che un prodotto ha un impatto neutro, ridotto o positivo sull'ambiente in termini di emissioni di gas ad effetto serra; 5) Presentare requisiti imposti per legge sul mercato dell'Unione per tutti i prodotti appartenenti a una data categoria come se fossero un tratto distintivo dell'offerta dell'operatore economico; 6) Non informare il consumatore del fatto che un dato aggiornamento del software inciderà negativamente sul funzionamento di beni che comprendono elementi digitali o sull'uso del contenuto digitale o dei servizi digitali; 7) Presentare come necessario un aggiornamento del software che si limita a migliorare alcune caratteristiche di funzionalità; 8) Qualsiasi comunicazione commerciale relativa a un bene contenente una caratteristica introdotta per limitarne la durabilità, nonostante le informazioni sulla caratteristica e sui suoi effetti sulla durabilità del bene siano a disposizione dell'operatore economico; 9) Asserire falsamente che, in condizioni d'uso normali, il bene presenta una determinata durabilità in termini di tempo o intensità d'uso; 10) Presentare il bene come riparabile quando non lo è; 11) Indurre il consumatore a sostituire o reintegrare materiali di consumo del bene prima di quanto sarebbe necessario per motivi tecnici; 12) Non informare che la funzionalità di un bene sarà compromessa dall'utilizzo di materiali di consumo, pezzi di ricambio o accessori non forniti dal produttore originale, o asserire falsamente che tale compromissione si verificherà.

negoziati fuori dei locali commerciali, con ulteriori informazioni sulle garanzie offerte, sulla durabilità e riparabilità del bene<sup>33</sup>.

La Direttiva 2024/852 modifica anche gli obblighi di informazione per i contratti a distanza e per i contratti negoziati fuori dei locali commerciali, di cui all'articolo 6 della Direttiva 2011/83/UE, ponendo sempre attenzione alle garanzie offerte e alla riparabilità del bene<sup>34</sup>.

## 8 Il *rating* ESG

Al legislatore unionista, nella costruzione della cornice normativa nella quale collocare il complesso fenomeno della finanza sostenibile, non è sfuggito che nell'ecosistema di investimenti ESG, in via di formazione, si è sviluppato anche il fenomeno dei *rating* ESG, cioè della commercializzazione di "un parere, o un punteggio o una combinazione di entrambi, in merito al profilo o alle caratteristiche di un elemento valutato riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance o in merito all'esposizione di un elemento valutato a rischi o all'impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance che si basa sia su una metodologia consolidata

33 «All'articolo 5, il paragrafo 1 è così modificato: a) la lettera e) è sostituita dalla seguente: «e) un promemoria dell'esistenza della garanzia legale di conformità per i beni e dei suoi elementi principali, compresa la durata minima di due anni ai sensi della Direttiva (UE) 2019/771, in modo visibile, utilizzando l'avviso armonizzato di cui all'articolo 22 bis della presente direttiva»; b) sono inserite le lettere seguenti: «e bis) se il produttore offre al consumatore una garanzia commerciale di durabilità senza costi aggiuntivi, che copre il bene nel suo complesso ed ha una durata superiore a due anni e mette tali informazioni a disposizione dell'operatore economico, l'informazione che tale bene beneficia di tale garanzia l'indicazione della relativa durata e un promemoria dell'esistenza della garanzia legale di conformità, in modo visibile, mediante l'etichetta armonizzata di cui all'articolo 22-bis; e *ter*) un promemoria dell'esistenza della garanzia legale di conformità per il contenuto digitale e i servizi digitali e *quater*) se applicabili, l'esistenza e le condizioni dei servizi post-vendita e delle garanzie commerciali; e *quinquies*) per i beni comprendenti elementi digitali, per i contenuti digitali e per i servizi digitali, se il produttore o il fornitore mette a disposizione dell'operatore economico le informazioni, il periodo minimo, sia esso espresso mediante un termine o con riferimento a una data, per il quale il produttore o il fornitore fornisce aggiornamenti del software»; c) sono aggiunte le lettere seguenti: «i) se applicabile, l'indice di riparabilità dei beni; j) se la lettera i) non è applicabile ed a condizione che il produttore metta le informazioni a disposizione dell'operatore economico, informazioni concernenti la disponibilità, il costo stimato e la procedura di ordinazione dei pezzi di ricambio necessari per mantenere la conformità dei beni, informazioni sulla disponibilità di istruzioni per la riparazione e la manutenzione ed informazioni sulle restrizioni alla riparazione».

34 All'articolo 6, il paragrafo 1 è così modificato: a) la lettera g) è sostituita dalla seguente: «g) le modalità di pagamento, consegna, incluse ove disponibili opzioni di consegna rispettose dell'ambiente, esecuzione, la data entro la quale l'operatore economico si impegna a consegnare i beni o a prestare i servizi e, se del caso, il trattamento dei reclami da parte dell'operatore economico»; b) la lettera l) è sostituita dalla seguente: «l) un promemoria dell'esistenza della garanzia legale di conformità per i beni e dei suoi elementi principali, compresa la durata minima di due anni ai sensi della Direttiva (UE) 2019/771, in modo visibile, utilizzando l'avviso armonizzato di cui all'articolo 22 bis della presente direttiva»; c) sono inserite le lettere seguenti: «l bis) se il produttore offre al consumatore una garanzia commerciale di durabilità senza costi aggiuntivi, che copre il bene nel suo complesso ed ha una durata superiore a due anni e mette tali informazioni a disposizione dell'operatore economico, l'informazione che tale bene beneficia di tale garanzia, l'indicazione della relativa durata e un promemoria dell'esistenza della garanzia legale di conformità, in modo visibile, mediante l'etichetta armonizzata di cui all'articolo 22 bis; l *ter*) un promemoria dell'esistenza della garanzia legale di conformità per il contenuto digitale e i servizi digitali; l *quater*) per i beni comprendenti elementi digitali, per i contenuti digitali o per i servizi digitali, se il produttore o il fornitore mette a disposizione dell'operatore economico tali informazioni, il periodo minimo, sia esso espresso mediante un termine o con riferimento a una data, per il quale il produttore o il fornitore fornisce aggiornamenti del software»; d) sono aggiunte le lettere seguenti: «u) se applicabile, l'indice di riparabilità dei beni; v) se la lettera u) non è applicabile ed a condizione che il produttore metta tali informazioni a disposizione dell'operatore economico, informazioni concernenti la disponibilità, il costo stimato e la procedura di ordinazione dei pezzi di ricambio necessari per mantenere la conformità del bene, informazioni sulla disponibilità di istruzioni per la riparazione e la manutenzione e informazioni sulle restrizioni alla riparazione».

sia su un sistema di classificazione costituito da categorie di rating, indipendentemente dal fatto che tale rating ESG sia denominato 'rating ESG', 'parere ESG' o 'punteggio ESG'. Così è stato emanato il Regolamento (UE) 2024/3005 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), che modifica il regolamento (UE) 2019/2088 e (UE) 2023/2859.

Scopo del Regolamento non è di armonizzare le metodologie di calcolo dei *rating* ESG ma, invece, di aumentarne la trasparenza. I fornitori di *rating* ESG manterranno il pieno controllo delle metodologie che utilizzano e continueranno a essere indipendenti nella loro scelta, al fine di garantire che nel mercato dei *rating* ESG siano disponibili approcci diversi.

La transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo necessita, secondo lo stesso legislatore, di investimenti significativi in tutti i settori dell'economia e ciò rende opportuno che investitori e imprese abbiano maggiore facilità a individuare gli investimenti ecosostenibili e a garantire che questi ultimi siano credibili.

Il legislatore evidenzia l'interazione tra l'attività di produzione di *rating* e le informazioni fornite dalle imprese poiché la disponibilità, l'accuratezza e la coerenza di tali dati sono fondamentali per la qualità dei prodotti a valle che da essi dipendono. E più sono affidabili, accurati e standardizzati i dati disponibili, minore è la necessità di utilizzare stime per colmare le lacune.

Il legislatore, con il Regolamento in esame, mira a "rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona governance e l'indipendenza delle attività di rating ESG, contribuendo così alla trasparenza e alla qualità dei rating ESG e all'agenda dell'Unione in materia di finanza sostenibile".

Allo stesso tempo, il legislatore impone (art. 28) che "nell'adempimento delle funzioni loro attribuite in virtù del presente regolamento, né l'ESMA, né la Commissione, né le autorità pubbliche degli Stati membri interferiscono con il contenuto dei rating ESG o con le relative metodologie".

I fornitori di *rating* ESG sono, però, tenuti a pubblicare sul proprio sito *web* le metodologie, i modelli e le principali ipotesi di *rating* che utilizzano nelle loro attività (art. 23).

Al fine di garantire l'indipendenza ed evitare situazioni di conflitto di interessi, è fatto divieto ai fornitori di *rating* ESG di svolgere anche attività commerciali. In particolare, è loro vietato di svolgere le seguenti attività: consulenza a investitori o imprese; emissione e vendita di *rating* del credito; elaborazione di indici di riferimento; servizi e attività di investimento; attività di *audit*; attività bancarie, di assicurazione o riassicurazione (art. 16).

I fornitori di *rating* ESG devono garantire che anche la prestazione di servizi diversi da quelli ora elencati non crei rischi di conflitto di interessi nel contesto delle loro attività (art. 16, comma 6).

Sempre al fine di evitare situazioni di conflitto di interessi, sono interdette alcune attività alle persone coinvolte direttamente o indirettamente nella attività di valutazione (art. 17).

Dal punto di vista organizzativo, in forza dell'art. 15 del Regolamento in esame, è fatto obbligo ai fornitori di *rating* ESG, tra altro, di garantire l'indipendenza delle loro attività di *rating*, anche da qualsiasi influenza o vincolo di tipo politico ed economico; di dotarsi di norme e procedure che garantiscono che i loro *rating* ESG siano emessi, pubblicati e distribuiti in conformità del regolamento in esame; di utilizzare sistemi, risorse e procedure adeguati ed efficaci per ottemperare agli obblighi loro imposti ancora dallo stesso regolamento; di adottare e attuare politiche e procedure scritte che garantiscono che i loro *rating* ESG si basino su un'analisi approfondita di tutte le informazioni a loro disposizione che sono rilevanti per le loro analisi conformemente alle loro metodologie di *rating*; di adottare e attuare politiche e procedure interne di dovuta diligenza che assicurano che i loro interessi aziendali non compromettano l'indipendenza o l'accuratezza delle attività di *rating* ESG.

Secondo il Regolamento in parola, l'esercizio dell'attività di produzione di *rating* ESG è soggetto alla competenza esclusiva, sia con riferimento all'autorizzazione (art. 4) che alla vigilanza, dell'ESMA e ciò "per garantire parità di condizioni in termini di vigilanza continua ed eliminare il rischio di arbitraggio regolamentare negli Stati membri". Essa è dotata di ampi poteri di vigilanza, ivi compresi penetranti poteri informativi e ispettivi (articoli 32 e 34). Qualora constati che un fornitore di *rating* ESG non ha rispettato gli obblighi che sullo stesso gravano, l'ESMA adotta una o più misure di vigilanza, diversamente graduate, dalla revoca dell'autorizzazione al divieto temporaneo di fornire *rating* ESG fino a quando la violazione non sia cessata, dalla sospensione dell'utilizzo dei *rating* ESG emessi dal fornitore di *rating* ESG fino a quando la violazione non sia cessata all'imposizione al fornitore di *rating* ESG di porre fine alla violazione, dall'irrogazione di sanzioni pecuniarie alla pubblicazione delle sanzioni (art. 35).



## 1 La definizione di *greenwashing* (in particolare nel settore finanziario)

Il paradosso della sostenibilità e della relativa narrazione si compendia in un'antitesi: da un lato, vi è la declamazione insistita di (giuste) aspirazioni collettive alla conservazione, e se possibile, al miglioramento dell'ecosistema ambientale, al quale – almeno dalla rivoluzione industriale in poi, e con un vorticoso crescendo a partire dal Secondo dopoguerra – sono state inflitte ferite profonde (specie per l'incapacità degli Stati di assicurare politiche ambientali coerenti e credibili, in particolar modo a cospetto dell'azione di alcune grandi imprese multinazionali nelle industrie critiche e delle loro catene del valore), di cui la scienza non sa attualmente dire se sia possibile la cura in continuità di modello economico, ma di cui è in grado di stimare in modo plausibile – pur con tutti i limiti che caratterizzano le previsioni di scenari futuri connotati da molteplici fattori di incertezza – i potenziali effetti irreversibili; dall'altro lato, permane, a dispetto delle declamate buone intenzioni, un'incoercibile resistenza al cambiamento degli stili di vita collettivi radicatisi con l'economia globale di mercato, con l'inevitabile effetto del perpetuarsi di processi produttivi di massa diretti a soddisfare questi (largamente insostenibili, allo stato delle conoscenze scientifiche) bisogni. Il fenomeno è ovviamente enfatizzato dal fatto che strutturali squilibri sul piano della distribuzione della ricchezza, dell'andamento demografico e degli effetti associati al degrado dell'ecosistema, rendono particolarmente difficile una risposta comune alla sfida della sostenibilità; sicché la pur frequentemente declamata adesione (in astratto) ai valori della sostenibilità (ambientale e sociale) fatica ad accompagnarsi a radicali cambiamenti (in concreto) del sistema economico, dal momento che a esso continua in ogni caso a richiedersi nei fatti di operare per soddisfare quei medesimi stili di vita, in Occidente anche per preservare le condizioni di pace sociale che stanno alla base delle democrazie rappresentative. Il paradosso è esacerbato nella attuale fase di transizione, nella quale si annidano rischi nella scelta del quando, del modo e del quanto dell'abbandono di processi produttivi considerati non ecosostenibili, e di sostituzione degli stessi con altri e diversi processi che sono invece considerati tali, in modo che non si determinino tuttavia crisi sistemiche da errore nel governo della transizione. Non è facile attuare una transizione graduale, quando – a fare solo l'esempio del settore energetico – la sostituzione dei combustibili fossili richiede fonti alternative la cui capacità di integrale sostituzione delle fonti attuali è incerta nel se e nel quando e la riduzione o interruzione degli investimenti di ricerca, lavorazione e stoccaggio di petrolio e gas ha effetti a lungo termine sulle quantità e sul prezzo potenzialmente capaci di generare "effetti dirupo". E la finanza privata ha, naturalmente, un ruolo cardine in questo con-

testo, dal momento che, come affermano (con un qualche *understatement*) i considerando (10) e (11) del Regolamento Tassonomia 2020/852, «dati l'entità della sfida [ambientale] e i costi legati all'inerzia o a ritardi nell'intervento, il sistema finanziario dovrebbe essere adattato gradualmente per supportare un funzionamento sostenibile dell'economia». Il medesimo considerando (10) prosegue osservando che «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» mentre il considerando (11) nota che «la messa a disposizione di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili è un modo efficace di incanalare gli investimenti privati verso le attività sostenibili».

In questo collettivo gioco di declamazione di nobili propositi e di infingimento (o rischio di retorico infingimento) circa l'effettiva disponibilità della società al cambiamento e circa la "sostenibilità" stessa nel tempo e nei modi della progettata transizione (nella consapevolezza tragica che non agire efficacemente ora pregiudica il futuro ma che anche errori nella transizione possono ugualmente pregiudicare, in senso simmetrico e contrario, il futuro), gli operatori economici, e tra essi anzitutto quelli del settore finanziario, si trovano a navigare in acque strette e perigliose, tra la Scilla del *politically correct*, e dunque una comunicazione pubblica che (quasi di necessità) proclami l'adesione dell'impresa agli obiettivi di sostenibilità, e il Cariddi di una realtà effettuale che non corrisponde quasi mai agli ideali astratti. In assenza di rivoluzionari cambi di paradigma tecnologico, nei quali tutti sperano ma di cui nessuno può dirsi allo stato certo (e sui quali, ciò non di meno, risulta pur inevitabile convogliare importanti investimenti per la transizione, ma in forme intelligenti e misurate come non sembra essere stato finora sempre il caso, anche a giudicare dalle iniziative del PNRR nazionale), la transizione verso un'economia più sostenibile, ammesso che si realizzi nelle forme che sono attualmente progettate, richiederà comunque decenni, nel corso dei quali molte delle attività industriali che la tassonomia europea giudica non sostenibili non solo continueranno a essere indispensabili per sostenere gli stili di vita consolidati in Occidente, ma anche conviveranno nel contesto della medesima impresa ("*entity level*" come si usa dire nel contesto delle regole di sostenibilità) con altre attività più orientate all'eco-sostenibilità (rendendo in tal modo difficile una declinazione manichea della sostenibilità dell'impresa) e almeno alcune delle attività innovative che promettono di accelerare il conseguimento di un'economia a zero emissioni si dimostreranno, è facile profezia, fallimenti annunciati. La sostenibilità, dunque, in ambito giuridico genera (anche) un problema di "promesse", e così molteplici questioni interpretative e applicative circa il contenuto effettivo, il valore giuridico, e la giustiziabilità di tali "promesse". E naturalmente, siccome la sostenibilità sembra operare oggi come un acceleratore del processo di distruzione creativa del mercato, la rilevanza di queste promesse è tanto maggiore quanto maggiore è l'enfasi ideologica che dà contenuto a ciò che la politica (per il tramite della scienza) valida come sostenibile, e ciò che, viceversa, essa ostracizza come insostenibile. È evidente che in questo gioco delle parti le imprese, e la loro comunicazione, si trovano esposte a nuovi rischi. Alcuni ancorati alla realtà degli accresciuti rischi climatici. Altri frutto di una visione più ideologica del fare impresa nel tempo della "sostenibilità" (atteso che dire cosa sia effettivamente sostenibile per il futuro, in presenza di scenari connotati da notevole incertezza, assume

talora sembianze prossime a una professione di fede). È così che dirsi impresa sostenibile o vantare prodotti sostenibili finisce con l'implicare l'uso di un aggettivo qualificativo che, come lo era quello dell'impresa corporativa (che ricollegava al dovere di «uniformarsi nell'esercizio dell'impresa ai principi dell'ordinamento corporativo e agli obblighi che ne derivano» la responsabilità dell'imprenditore «verso lo Stato dell'indirizzo della produzione e degli scambi»: art. 2088 c.c.), non è affatto privo di importanti conseguenze giuridiche<sup>35</sup>.

Da qui si origina la curiosa fortuna nel lessico corrente dell'espressione "*greenwashing*", a designare, in via di prima approssimazione, tutte le possibili manifestazioni di comunicazione dell'impresa che vantino o comunque presentino di essa una coerenza con gli obiettivi di sostenibilità che essa concretamente non ha, o non ha nei termini rivendicati.

Il problema della "verniciatura verde" non è ovviamente specifico solo dei prodotti finanziari e delle scelte di investimento: tanto è vero che già il *Green Deal* europeo<sup>36</sup> ne riconosceva la rilevanza per la tutela dei consumatori di prodotti in genere, al fine di contrastare il problema di asserzioni ambientali false, in modo da garantire agli acquirenti di ricevere informazioni attendibili, comparabili e verificabili, e così permettendo loro di prendere decisioni più sostenibili e ridurre il rischio «di un marketing ambientale fuorviante (*greenwashing*)». La necessità di far fronte al *greenwashing* veniva successivamente ribadita come una priorità europea nel piano di azione per l'economia circolare<sup>37</sup>, nella nuova agenda per i consumatori<sup>38</sup> e nel piano industriale del *Green Deal*<sup>39</sup>. Definizioni di carattere generale del *greenwashing*, come rilevava già lo ESMA *Stakeholders' Group* nel suo secondo parere del marzo 2023<sup>40</sup>, si riscontrano in diverse risoluzioni del Parlamento europeo<sup>41</sup>, nella "*New Consumer Agenda*" della Commissione europea<sup>42</sup> al pari che nella sua "*2021 Guidance on the Unfair Commercial Practices Directive*"<sup>43</sup>. In tale contesto più generale si aveva anzitutto, nell'intento di consentire ai consumatori di essere maggiormente informati sugli impatti ambientali dei loro consumi e compiere scelte di acquisto migliori sul piano della ecosostenibilità e quale aggiornamento della *lex generalis* in tema di pratiche

35 Si adatta assai bene anche a questo contesto l'insegnamento, risalente esattamente a cento anni fa, di L'EINAUDI, *Banche con aggettivi*, originariamente pubblicato su *Il Corriere della Sera*, 23 agosto 1924, poi ripubblicato in *Selected Economic Essays*, Ente per gli studi monetari, Basingstake, Palgrave Macmillan, 2006, pp. 99-102 il quale, commentando la "banca fascista" e riconoscendo che «colui il quale ha una fede deve essere libero di usare tutti i mezzi a sua disposizione per far trionfare i propri ideali», ammoniva tuttavia che «libero ogni cattolico, o socialista o fascista di depositare i propri risparmi presso la banca del proprio cuore; [deve essere] vietato a tutti di servirsi dell'arma della legge o delle influenze di governo per impadronirsi dei risparmi di coloro che intesero depositare i propri denari in una banca o cassa senza aggettivo».

36 COM(2019) 640 final.

37 COM(2020) 98 final.

38 COM(2020) 696 final.

39 COM(2023) 62 final.

40 ESMA 22-106-4551 del 16 marzo 2023.

41 Risoluzione 25 novembre 2020, *Towards a more sustainable single market for business and consumers* (2020/2021(INI)), punto V.; risoluzione 10 febbraio 2021, *New Circular Economy Action Plan* (2020/2077(INI)).

42 COM(2020) 696 final.

43 2021/C 526/01.

commerciali sleali, la proposta di revisione della direttiva «per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela delle pratiche sleali e dell'informazione»<sup>44</sup>. Essa, approvata di recente quale Direttiva (UE) 2024/825 del 28 febbraio 2024, definisce al considerando (1) il *greenwashing* quale l'uso di vanti di ecosostenibilità fuorvianti ("*misleading environmental claims*"). A essa si affiancano, quale *lex specialis*, norme più specifiche (che integrano la *lex generalis*) dettate dalla proposta di direttiva «sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite»<sup>45</sup> (proposta di direttiva cosiddetta *green claims*). La Direttiva 2024/825 ha ad oggetto tutte le pratiche di natura volontaria tra imprese e consumatori poste in essere prima, durante e dopo un'operazione commerciale relativa a un prodotto nonché i marchi di sostenibilità relativi agli aspetti ambientali, sociali o a entrambi; essa ha espressamente ricompreso tra le azioni ingannevoli vietate ai sensi dell'art. 6, paragrafo 1, anche le informazioni «su caratteristiche ambientali o sociali» e tra quelle considerate ingannevoli ai sensi dell'art. 6, paragrafo 2, anche «la formulazione di un'asserzione ambientale relativa a prestazioni ambientali future senza includere impegni chiari, oggettivi, pubblicamente disponibili e verificabili stabiliti in un piano di attuazione dettagliato e realistico, che includa obiettivi misurabili e con scadenze precise come pure altri elementi pertinenti necessari per sostenerne l'attuazione, come l'assegnazione delle risorse, e che sia verificato da un terzo indipendente, le cui conclusioni siano messe a disposizione dei consumatori». La proposta di Direttiva *green claims* riguarda invece solo le attestazioni e comunicazioni delle asserzioni ambientali a carattere volontario e i soli marchi ambientali; essa tuttavia non si applica, ai sensi dell'art. 1, paragrafo 2, lettera (o) e dei considerando (10) e (11) ai servizi finanziari, agli strumenti finanziari e ai prodotti finanziari.

Naturalmente, infatti, il *greenwashing* ha una sua importante declinazione, autonoma e specifica, con riguardo ai prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili.

Diverse sono le definizioni normative che, in materia, ne sono state date. Anzitutto, il considerando (11) del Regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili descrive la pratica della cosiddetta "verniciatura verde" (*greenwashing*) come quella che «consiste nell'ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base non sono soddisfatti». Proprio per contrastare questo fenomeno il regolamento definisce una classificazione delle attività economiche ecosostenibili «al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento» (art. 1 del regolamento) secondo criteri armonizzati a livello dell'Unione, anche al fine di contrastare il rischio di una balcanizzazione dei requisiti di sostenibilità associati a sistemi nazionali di marchi di ecosostenibilità. E, in tale contesto, il regolamento definisce, all'art. 9, i sei obiettivi ambientali il cui perseguimento consente a un'attività economica di potersi qualificare come ecosostenibile, nella misura in cui essa fornisca un contributo sostanziale all'obiettivo (assicurando almeno, al contempo, di evitare di nuocere significativamente a tali obiettivi,

44 COM(2022) 143 final.

45 COM(2023) 166 final.

in modo da evitare «che degli investimenti siano considerati ecosostenibili nei casi in cui le attività *economiche* che ne beneficiano danneggiano l'ambiente in misura superiore al loro contributo a un obiettivo ambientale»: considerando (34) e art. 3 del Regolamento).

A sua volta, il considerando (7) del Regolamento delegato della Commissione 2021/1253 del 21 aprile 2021, che modifica il Regolamento delegato MiFID II 2017/565 definisce il *greenwashing* come «*the practice of gaining an unfair competitive advantage by recommending a financial instrument as environmentally friendly or sustainable, when in fact that financial instrument does not meet basic environmental or other sustainability-related standards*»<sup>46</sup>.

Nel contesto finanziario, come si è già osservato nel primo capitolo, il tema delle promesse di sostenibilità si pone altresì con riguardo al Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, che ha inteso armonizzare l'informativa destinata agli investitori finali sull'integrazione dei rischi di sostenibilità (intesi come eventi di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore di un investimento: considerando (14) del Regolamento 2019/2088), sulla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, degli obiettivi di investimento sostenibile o sulla promozione delle caratteristiche ambientali e sociali nella produzione di prodotti finanziari, nelle decisioni di investimento e nella consulenza circa gli investimenti. In tale contesto, posto che, come ricorda il considerando (21) «*ad oggi sono stati sviluppati prodotti sostenibili con diversi livelli di ambizione*», si distingue ai fini dell'informativa precontrattuale e dell'informativa periodica tra prodotti finanziari che vengono promossi come aventi caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 del regolamento: cosiddetti prodotti *light green*) e prodotti che vengono descritti come aventi l'obiettivo di produrre effetti positivi per l'ambiente e la società (art. 9 del regolamento; cosiddetti prodotti *dark green*). In tale contesto, a fronte della obiettiva incertezza applicativa circa l'esatto punto di confine tra i prodotti di cui all'art. 8 e quelli di cui all'art. 9 si osserva un curioso fenomeno di distintività (quasi che si trattasse di un nuovo marchio collettivo di origine legislativa) dei prodotti "da articolo 8" ovvero "da articolo 9" a cui si accompagna peraltro un processo di volontaria applicazione del principio di precauzione (rispetto al rischio giuridico) da parte delle imprese finanziarie, noto come "*green bleaching*", in forza del quale esse qualificano prudenzialmente la gran parte dei loro prodotti sostenibili nella categoria meno ambiziosa, quella dell'art. 8, pur in presenza di caratteristiche che giustificherebbero la qualifica in base all'art. 9<sup>47</sup>.

Il tema delle promesse di sostenibilità si pone anche in relazione alle informazioni sulla sostenibilità che devono essere comunicate dalle imprese di grandi dimensioni e da quelle con valori ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati nell'Unione in base alla Direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di

46 Per ulteriori esempi di definizioni di *greenwashing* nella legislazione di livello secondo, v. ESMA, *Progress Report on Greenwashing*, ESMA30-16684 16927-2498, 31 maggio 2023, p. 80.

47 Per una analisi dei risultati conseguiti da questa disciplina, e per prospettive di riforma, sia consentito rinviare a D. RAMOS MUÑOZ, M. LAMANDINI, M. SIRI, *op. cit.*, 2024.

sostenibilità, la quale al considerando (2) si riferisce al «*greenwashing of financial products that unduly claim to be sustainable*» nonché in relazione alle promesse verdi sottostanti all'emissione di obbligazioni che desiderino avvalersi della denominazione "obbligazione verde europea", le obbligazioni ecosostenibili e le obbligazioni legate alla sostenibilità ai sensi del Regolamento 2023/2631.

In assenza di una univoca definizione di *greenwashing* a livello legislativo, le autorità di vigilanza nel settore finanziario hanno finora svolto una importante funzione interpretativa, nella prospettiva di una convergenza applicativa.

## 2 Le dichiarazioni ingannevoli in tema di sostenibilità e l'azione dei supervisori

Particolarmente intensa è stata l'attività di chiarificazione svolta a riguardo dall'ESMA, che pur evidenzia nel suo importante *Final Report on Greenwashing* del 4 giugno 2024<sup>48</sup> come le iniziative di contrasto al fenomeno in concreto adottate dalle autorità di vigilanza nazionali siano al momento poche e principalmente ispirate (come è giusto che sia nelle fasi transitorie) al dialogo costruttivo con gli operatori di mercato piuttosto che non alla sanzione.

Già nella sua "*sustainable finance roadmap 2022-2024*"<sup>49</sup> e poi anche nella sua strategia 2023-2028<sup>50</sup> ESMA identificava come prima tra le sue priorità di azione nel periodo indicato quella di affrontare il *greenwashing* promuovendo maggiore trasparenza, e notava come il fenomeno della "verniciatura verde" si presentasse, in relazione al settore finanziario, in molteplici vesti (anticipando, peraltro, anche che in futuro sempre sotto la medesima etichetta del *greenwashing* ESMA avrebbe affrontato anche il tema delle promesse inveritiere sulla sostenibilità della *governance* e sociale). In tale contesto, ESMA definisce come *greenwashing* le pratiche di mercato in base alle quali il profilo pubblico di sostenibilità di un emittente, le caratteristiche e/o gli obiettivi di uno strumento finanziario o di un prodotto finanziario e i relativi processi non riflettono correttamente i rischi e gli impatti di sostenibilità sottostanti. Queste pratiche di mercato possono essere sia intenzionali che non intenzionali e si verificano sia per azione che per omissione. In quanto tale, secondo ESMA, il *greenwashing* è tipicamente fonte di potenziali danni per gli investitori che cercano di allocare risorse in investimenti sostenibili. Riduttivo è ricondurre il fenomeno del *greenwashing* a fenomeni di *misrepresentation, mislabelling, mis-selling e/o mis-pricing*. Esso può avere radici più profonde e riguardare, ad esempio, una scarsa informazione da parte dell'emittente che ne travisa il reale profilo di sostenibilità. Causa del *greenwashing* può essere anche l'arbitraggio normativo, in particolare, in assenza di una definizione univoca di prodotto finanziario "verde" in tutta l'Unione. Ruolo chiave, come osservato nella Strategia CE 2021, nel monitorare la conformità alla normativa sulla finanza sostenibile e

48 ESMA 36-287652198-2699, Response to the European Commission's request for input on "greenwashing" risks and the supervision of sustainable finance policies, 4 giugno 2024.

49 ESMA30-379-1051 del 10 febbraio 2022.

50 ESMA, *Strategy 2023-2028*, settembre 2022.

nel garantire che gli investitori e i consumatori siano protetti da dichiarazioni di sostenibilità non comprovate, è svolto dalle autorità nazionali garanti della concorrenza.

Essenziale, secondo ESMA, per affrontare gli effetti potenzialmente dannosi del *greenwashing* e assicurare protezione effettiva degli investitori è l'adozione di un approccio ampio nello studio del fenomeno. Tale approccio implica che si affrontino sia gli aspetti che possono dare origine più direttamente al *greenwashing*, sia altri aspetti che possono essere più indirettamente collegati a esso e che interessano gli investitori finali. La prima categoria comprende, in particolare, le false dichiarazioni o l'errata divulgazione, la vendita abusiva o la mancanza di etichette chiare e comuni per i prodotti di investimento ESG o le informazioni errate sull'allineamento con la tassonomia dell'UE. La seconda categoria comprende, tra l'altro, la disponibilità e la qualità dei dati e la garanzia che gli emittenti riflettano in modo equo e comparabile il loro profilo di sostenibilità nelle loro comunicazioni aziendali.

In questo quadro, sulla base anche del mandato ricevuto dalla Commissione europea con la sua rinnovata Strategia sulla finanza sostenibile del 2021, ESMA identificava rischi di *greenwashing* diversamente conformati nei diversi segmenti del mercato finanziario.

Nel settore della gestione patrimoniale, l'indeterminatezza nella individuazione del tipo di prodotti soggetti agli articoli 8 e 9 del SFDR può indurre i gestori di fondi a fornire informazioni incoerenti ai sensi di tali articoli, generando un fenomeno di *greenwashing*. Fonte dello stesso fenomeno possono essere anche, in assenza di regole univoche, l'informativa sulle metodologie o sui dati utilizzati. Si tratta di un problema che riguarda sia gli investitori istituzionali sia gli investitori al dettaglio. Per questi ultimi il rischio di disinformazione è maggiore poiché essi dispongono di risorse limitate per verificare le informazioni ricevute.

Nei servizi di investimento, i rischi sorgono in relazione alle modalità di applicazione delle regole di condotta aziendale, come l'adeguatezza/la *governance* dei prodotti e i requisiti informativi, nella vendita di prodotti ESG. Anche la formazione degli investitori svolge un ruolo importante nel garantire che le offerte di prodotti relativi agli investimenti ESG possano essere comprese correttamente.

Nell'ambito dell'informativa societaria, il rischio di *greenwashing* deriva da informazioni errate o omesse nelle dichiarazioni non finanziarie e nei prospetti informativi, nonché da una mancanza di trasparenza sui limiti delle metodologie e dei dati utilizzati per preparare l'informativa. Attualmente, le carenze derivanti dalla limitata armonizzazione delle pratiche di rendicontazione della sostenibilità da parte della direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (NFRD) innescano problemi nell'intera catena di investimento in termini di scarsa comparabilità e pertinenza dei dati derivanti dalle comunicazioni degli emittenti.

A causa della mancanza di una solida base informativa aziendale, gli amministratori dei *benchmark* devono affidarsi in larga misura ai *rating* ESG e ai fornitori di dati per determinare il profilo di sostenibilità degli emittenti. Ciò comporta un'ulteriore mancanza di comparabilità nelle modalità di esecuzione di tali valutazioni, che a sua

volta comporta ulteriori rischi per la tutela degli investitori. La *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) mira a risolvere questi problemi.

Nei *benchmark*, il rischio di *greenwashing* riguarda le informazioni fornite dagli amministratori dei *benchmark* sull'impatto dei loro indici ESG, quando questi si limitano ad applicare esclusioni o sono costruiti utilizzando rating ESG (si tratta dello stesso problema della costruzione dei portafogli nel settore dell'*asset management*, come evidenziato in precedenza).

Le priorità per il triennio 2022-2024 venivano così identificate in macro obiettivi e segnatamente quelli di pervenire a una definizione condivisa del fenomeno del *greenwashing* che valga a guidare l'azione delle autorità di vigilanza in modo coerente, anche tramite l'analisi dei casi emersi nell'esercizio della vigilanza, nell'utilizzo degli strumenti di convergenza quali linee guida e Q&A per allineare meglio le pratiche di vigilanza nazionali a riguardo e nella miglior comprensione del ruolo che le autorità nazionali hanno da giocare in materia.

In tale quadro, lo ESMA *Stakeholder Group* rendeva due *advices*, rispettivamente il 18 gennaio 2023<sup>51</sup> e il 16 marzo 2023<sup>52</sup> in risposta alla *call for evidence* sul *greenwashing* dell'Autorità. Con essi si invitava ESMA ad adottare una definizione unitaria di *greenwashing*, o meglio ancora di *ESG-washing*, al fine di assicurare la necessaria certezza del diritto, e di distinguere i fenomeni di *greenwashing* intenzionale o gravemente colposo da quelli "*unintentional*".

Il primo *advice* dello *Stakeholders Group* concludeva in particolare che evitare il *greenwashing* è importante per tutti gli operatori del mercato. L'SMSG consigliava alle autorità di vigilanza europee di formulare una chiara definizione di *greenwashing* - o piuttosto di "*ESG-washing*", poiché il rischio di *greenwashing* poteva rendere i fornitori di servizi e prodotti finanziari eccessivamente prudenti, minando la fiducia dei consumatori e degli investitori nei prodotti ESG. L'SMSG ribadiva che, oltre al *greenwashing*, era problematico anche il "*green-bleaching*", in cui gli operatori del mercato finanziario scelgono di non dichiarare le caratteristiche ESG dei loro prodotti per evitare potenziali rischi legali. Al fine di ridurre il *greenwashing*, l'SMSG riteneva, innanzitutto, molto importante chiarire i concetti correlati e la terminologia strettamente correlata, come "verde", "ESG" e "sostenibile", "*impact investing*" e "investimento sostenibile". Anche l'ambito di applicazione dei prodotti di cui agli articoli 8 e 9 avrebbe dovuto essere ulteriormente chiarito. L'SMSG riteneva che le autorità di vigilanza europee avessero un ruolo importante da svolgere a questo proposito.

Molte aree di regolamentazione e supervisione delle istituzioni finanziarie affrontavano già alcuni aspetti del *greenwashing*. L'SMSG riteneva che prima di introdurre nuovi requisiti legislativi si dovessero individuare le potenziali lacune dell'attuale quadro normativo. L'SMSG consigliava alle autorità di vigilanza europee di fornire un elenco indicativo di pratiche e attività che violino le normative esistenti e costituiscano un'attività di *greenwashing*.

51 ESMA22-106-4384.

52 ESMA22-106-4551.

La chiave per evitare il *greenwashing* era, secondo l'SMSG, che le affermazioni relative alle caratteristiche e agli obiettivi ESG e/o alle metriche ESG (comprese la classificazione, le informazioni e le metriche SFDR ESG) nei documenti legali o nelle informazioni commerciali dovessero essere in linea con le reali caratteristiche del prodotto. Le dichiarazioni errate possono equivalere a *greenwashing*. Secondo l'SMSG, tuttavia, gli errori involontari o le modifiche ai dati riportati, dovuti alla maggiore disponibilità di dati o al miglioramento delle metodologie di calcolo, dovrebbero essere trattati in modo diverso rispetto alle false dichiarazioni derivanti da dolo o negligenza grave. L'SMSG consigliava, inoltre, all'ESMA di valutare come incorporare la materialità nella definizione di *greenwashing*.

Con il suo secondo *advice* del 16 marzo 2023 lo *Stakeholder Group* dava seguito alle sue precedenti raccomandazioni meglio specificando come esso suggeriva di definire "in termini olistici" il *greenwashing*. In particolare, l'SMSG consigliava all'ESMA: i) di allineare la definizione di *greenwashing* per il settore finanziario con le definizioni utilizzate nell'economia in generale, per quanto possibile; ii) di prendere come punto di partenza le definizioni fornite nei considerando di alcuni regolamenti dell'UE, a condizione che venissero apportati alcuni miglioramenti, e iii) di collegare la definizione alle norme esistenti che verrebbero violate da casi di *greenwashing*, in modo da introdurre nuove norme o sanzioni solo nei casi in cui le norme esistenti non coprissero tutti i casi di *greenwashing* nel settore finanziario.

Sulla base di questi principi, l'SMSG proponeva di definire il *greenwashing* come «la pratica di ingannare gli investitori, in particolare (ma non solo) al fine di ottenere un vantaggio competitivo sleale, facendo un'affermazione ESG non comprovata su un prodotto o servizio finanziario».

Alle raccomandazioni dello *Stakeholder Group* faceva seguito il ponderoso *Progress Report on Greenwashing* dell'ESMA del 31 maggio 2023<sup>53</sup>, che costituiva a sua volta la risposta dell'ESMA alla richiesta di indicazioni tecniche circa il rischio di *greenwashing* e la vigilanza sulle politiche di finanza sostenibile del maggio 2022. Con esso, ESMA definiva un doppio livello dell'espressione *greenwashing* e dei rischi a esso associati: da un lato, un rischio di *greenwashing* associato ad affermazioni di sostenibilità dei prodotti volti a fuorviare le scelte di investimento; dall'altro lato, un rischio di *greenwashing* associato ai rischi di perdite finanziarie collegate a eventi climatici o di altra natura ma sempre riconducibili alla sostenibilità che non sono stati debitamente considerati in fase di governo di prodotto e non sono stati comunicati agli investitori<sup>54</sup>. Questa ambivalente natura del rischio di *greenwashing* veniva compendiato da ESMA nella definizione di esso come «*a practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants*». Sulla base di questa ampia definizione, ESMA valutava il rischio di *greenwashing* per i partecipanti al mercato finanziario nei loro tre principali ruoli di origine, disseminatori e

53 ESMA30-16684 16927-2498.

54 ESMA, *Progress Report*, p. 10.

destinatari di asserzioni fuorvianti in tema di sostenibilità, riconoscendo come il *greenwashing* possa operare sia a livello di ente (*entity level*) sia a livello di prodotto o servizio (*product or service level*) e possa investire gli aspetti fondamentali del profilo di sostenibilità quali «*ESG governance and resources; ESG strategy, policies and credentials; ESG performance metrics and targets; and sustainability impact*». ESMA notava come le asserzioni fuorvianti più frequentemente riscontrate assumessero la forma di «*cherry-picking* [ndr: ricorre quando si formula un'affermazione di sostenibilità selezionando solo talune caratteristiche dell'attività sociale o del prodotto o servizio, tacendo di altri aspetti dello stesso che non sono invece sostenibili], *omission, ambiguity, empty claims (including exaggeration), misleading use of ESG terminology such as naming and irrelevance*» e che «*while regulatory documents appear less exposed to greenwashing risks than marketing materials, labels and voluntary reporting, they should not be overlooked*». Il rapporto identificava 4 principali aree di rischio, e correlate azioni rimediali.

Per quanto riguarda gli emittenti, le informazioni previsionali e gli impegni sui futuri risultati ESG sembrano essere particolarmente esposti al rischio di *greenwashing*. Una maggiore trasparenza sulle ipotesi e sui parametri sottostanti appare necessaria per aiutare gli investitori a prendere decisioni di investimento informate, tenendo conto dell'ambizione e della credibilità degli impegni di sostenibilità.

Le dichiarazioni di sostenibilità che appaiono particolarmente esposte al rischio di *greenwashing* in relazione ai gestori di investimenti sono quelle relative all'impegno di un fondo o del gestore con le società partecipate, alla strategia, alle politiche e alle credenziali ESG, alla *governance* ESG e alle dichiarazioni sull'impatto della sostenibilità. Anche i nomi dei fondi, particolarmente importanti per le decisioni degli investitori al dettaglio, sono esposti al rischio di *greenwashing*. Per mitigare questi rischi sarebbe necessario chiarire il concetto di contributo a un obiettivo sostenibile, fornire informazioni standardizzate, in particolare per quanto riguarda l'impegno, e affrontare l'uso improprio del regolamento sulle informazioni sulla finanza sostenibile (SFDR) come regime di etichettatura.

I *benchmark* sono un canale di trasmissione fondamentale per le dichiarazioni di sostenibilità. Le aree più esposte al rischio di *greenwashing* sono le dichiarazioni d'impatto relative a specifici *benchmark* climatici ed ESG e le questioni comuni ai fondi, come le pratiche di denominazione fuorvianti, la mancanza di trasparenza sulle partecipazioni probabili e le metodologie dei dati ESG. Per mitigare questi rischi, sarebbe importante migliorare l'interazione del regolamento sui *benchmark* con gli elementi più recenti del quadro della finanza sostenibile, così come l'introduzione di un'etichetta affidabile per i *benchmark* ESG e di convenzioni di denominazione.

Per i fornitori di servizi di investimento, particolarmente esposti al rischio di *greenwashing* sono le affermazioni sulla misura in cui la consulenza offerta agli investitori al dettaglio tiene conto della sostenibilità e le situazioni in cui un consulente potrebbe non fornire una consulenza personalizzata adeguata quando presenta le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti. Per mitigare questi rischi, si potrebbe rafforzare il quadro normativo relativo al concetto di preferenze di sostenibilità, migliorare

le competenze dei consulenti finanziari e, allo stesso tempo, aumentare l'alfabetizzazione ESG degli investitori *retail*.

In generale, il *greenwashing* sembra derivare da molteplici fattori interconnessi. La complessità della finanza sostenibile, le lacune nell'alfabetizzazione ESG e la frammentarietà del panorama dell'etichettatura limitano la capacità degli investitori *retail* di prendere decisioni di investimento informate e di partecipare al finanziamento della transizione in base alle loro preferenze di sostenibilità.

Per affrontare questi problemi, il Rapporto individua una serie di azioni correttive preliminari. Il quadro normativo potrebbe essere rafforzato chiarendo alcuni concetti chiave e ampliando ulteriormente i concetti di finanza di transizione, impatto sulla sostenibilità o impegno. Allo stesso tempo, gli operatori di mercato del SIVC (*Sustainable Investment Value Chain*) hanno già la responsabilità di fare affermazioni fondate e di comunicare informazioni sulla sostenibilità in modo equilibrato. Inoltre, una maggiore trasparenza sulle metodologie dei dati ESG, chiarimenti sull'uso e sul calcolo delle stime, verifiche esterne e *audit* contribuirebbero a migliorare l'affidabilità e la completezza dei dati sulla sostenibilità. Per aumentare la partecipazione degli investitori al dettaglio, sarebbe utile l'istituzione di un sistema di etichettatura affidabile e ben concepito per i prodotti finanziari sostenibili e colmare le lacune in materia di alfabetizzazione ESG.

A essa faceva seguito il già ricordato *Final Report on Greenwashing* del 4 giugno 2024, che dava evidenza dei risultati circa la mappatura delle iniziative dei supervisori europei in materia di *greenwashing*, osservando che le autorità nazionali di controllo stanno già adottando misure per dare priorità al monitoraggio delle azioni di risarcimento legate alla sostenibilità e che le autorità nazionali hanno riferito di aver individuato solo un numero limitato di casi reali o potenziali di *greenwashing*. Ciò può essere dovuto a diversi fattori, tra cui il basso livello di segnali (ad esempio, reclami) che raggiungono le ANC (Autorità Nazionale Competente), la limitata alfabetizzazione finanziaria, i limiti delle risorse e delle competenze delle ANC per l'individuazione e le difficoltà delle ANC ad accedere a dati di buona qualità.

Anche le decisioni formali di applicazione della legge sono finora limitate. Ciò riflette il fatto che le autorità nazionali hanno affrontato le irregolarità relative alle dichiarazioni di sostenibilità principalmente nell'ambito della loro supervisione ordinaria.

Una supervisione efficace si basa sull'accesso delle ANC a dati pertinenti, di alta qualità e comparabili. Le autorità nazionali di vigilanza hanno quasi unanimemente identificato l'accesso ai dati come una sfida in almeno un settore dei SIVC, con i dati che si riferiscono sia i) alle informazioni oggetto di vigilanza (ad esempio, le informazioni regolamentari, alcune pubblicità) sia ii) alle informazioni che possono servire alle autorità di vigilanza nel loro lavoro (ad esempio, notizie di cronaca, dati sul profilo di sostenibilità delle attività sottostanti dei fondi).

L'uso di strumenti *SupTech* può aumentare l'efficienza della vigilanza, senza sostituire il giudizio professionale dei supervisori. Solo poche ANC hanno riferito di

utilizzare gli strumenti *SupTech*. Tuttavia, la maggior parte delle ANC sta già sviluppando tali strumenti, li sta pianificando o sta pensando di farlo in futuro.

Sulla base di queste evidenze empiriche ESMA, oltre a proseguire nel proprio impegno prioritario sui temi ESG e nel coordinare programmi di *Common Supervisory Actions* a livello nazionale su questi temi, ha quindi formulato una serie di raccomandazioni sia di carattere generale che per specifiche aree normative di rilevanza della comunicazione di sostenibilità, che attendono ora di essere recepite dai colegislatori.

Le azioni dei supervisori europei si collocano, naturalmente, in un più ampio contesto globale diretta a promuovere maggiore trasparenza in materia di sostenibilità nei mercati finanziari, come ben illustrano ad esempio, da un lato, i lavori della IFRS *Foundation's International Sustainability Standards Board* (ISSB) istituita al COP26 nel novembre 2021, che ha pubblicato il 26 giugno 2023, il suo primo set di *global sustainability disclosure standards*, S1 and S2 (cosiddetti *ISSB Standards*), successivamente approvati dalla IOSCO il 25 luglio 2023 e, dall'altro lato, le *Final Rules* del 6 marzo 2024 adottate dalla *Securities and Exchange Commission* statunitense.

### 3 Le dichiarazioni ingannevoli in tema di sostenibilità nel settore finanziario e i rimedi apprestati dall'ordinamento (cenni e rinvio)

In via generale, l'ordinamento offre<sup>55</sup> una molteplicità di strumenti di tutela rispetto all'informazione ambientale fuorviante sia di natura pubblicistica che di natura privatistica. Operano anzitutto le tutele di contrasto alle pratiche commerciali scorrette (e la Direttiva 2005/29 come modificata richiede, tra l'altro, che l'ordinamento metta a disposizione anche rimedi individuali di natura privatistica: v. art. 11-*bis* e considerando n. 16). Ma possono trovare anche applicazione le disposizioni in materia di pubblicità ingannevole, non solo statale ma anche di autodisciplina pubblicitaria (in Italia, l'art. 12 del codice di autodisciplina pubblicitaria) e, ove le dichiarazioni ingannevoli in tema di sostenibilità falsino la leale concorrenza, le norme in materia di concorrenza sleale. Tali tutele di carattere generale sono suscettibili, in presenza dei necessari presupposti nei singoli casi concreti, di rilevare anche in relazione al mercato finanziario e ai fenomeni di *greenwashing* che si manifestino in tale contesto con riguardo a prodotti o servizi finanziari.

Accanto a questi rimedi di carattere generale, nel settore finanziario sussistono anche rimedi di natura specifica. Del resto, come emerge dal paragrafo che precede, nel settore finanziario la prima linea di difesa rispetto a pratiche di *greenwashing* è certamente quella affidata alle cure dei supervisori. E uno dei rischi che le autorità

55 Peraltro, sospesa il 4 aprile 2024 "*pending judicial review*" a fronte di una molteplicità di azioni intraprese nei giorni successivi all'adozione della Rule da una varietà di attori (v. *Nat. Res. Def. Council Inc. v. SEC*, No 24-707 (2d Cir.); *Liberty Energy Inc. v. SEC* No. 24-6019 (5th Cir.), *Louisiana v. SEC* No. 24-60109 (5th Cir.), *Tex. All. Of Energy Producers v. SEC* No. 24-60109 (5th Cir.), *Chamber of Commerce of U.S. of Am. V. SEC* (5th Cir.), *Ohio Bureau of Workers v. SEC* No. 24-3220 (6th Cir.), *IOWA v. SEC* No. 24-1522 (8th Cir.), *West Virginia v. SEC* No. 24-10679 (11th Cir.), *Sierra Club v. SEC* No 24-1067 (D.C. Cir.).

hanno identificato come più urgenti da affrontare è quello collegato all'uso di etichette di sostenibilità<sup>56</sup>, le quali, paradossalmente, talora si "agganciano" anche all'impianto legislativo, e in particolare alle etichette "*light green*" e "*dark green*" collegate alla riconduzione di prodotti finanziari all'art. 8 o all'art. 9 del Regolamento sulla informazione sulla sostenibilità finanziaria.

Il Regolamento Tassonomia 2020/852 prevede, dunque, agli articoli 21 e 22, un sistema di rimedi di natura pubblicistica. L'art. 21 prescrive che gli Stati membri «assicurano che le autorità competenti di cui all'art. 14, paragrafo 1 del Regolamento 2019/2088 (e cioè il Regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari) controllino il rispetto da parte dei partecipanti ai mercati finanziari dei requisiti di cui agli articoli 5, 6 e 7 del regolamento». L'art. 22 prescrive a sua volta, con formula consueta sul piano dell'armonizzazione (in genere piuttosto limitata, in pratica) dell'*enforcement* in materia finanziaria, che «gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle misure e alle sanzioni da applicare in caso di violazione degli articoli 5, 6 e 7. Le misure e le sanzioni devono essere effettive, proporzionate e dissuasive». Una analoga previsione non è invece presente nel Regolamento 2019/2088, ma gli artt. 5, 6 e 7 del Regolamento Tassonomia si riferiscono alla trasparenza dei prodotti finanziari di cui agli articoli 8 e 9 del Regolamento sulla sostenibilità nel settore finanziario, di modo che il primo finisce con l'apprestare i rimedi di natura pubblicistica per l'eventuale violazione del secondo.

Non vi sono invece, allo stato, regole armonizzate con riguardo ai rimedi di natura privatistica, che di conseguenza, seppur con i limiti che la Corte di Giustizia crescentemente fissa in funzioni dei principi sovraordinati di effettività ed equivalenza in applicazione con crescente convinzione del principio già a suo tempo enunciato in *Factortame*<sup>57</sup>, sono rimesse al principio di autonomia procedurale di ogni singolo Stato membro. Ciò non significa tuttavia, a giudicare dall'esperienza maturata dapprima negli Stati Uniti<sup>58</sup> e che progressivamente si sta radicando anche in diversi Stati membri dell'Unione, che il *private enforcement* non sia suscettibile, nel tempo, di assumere una funzione rimediale importante (e crescente), per quanto allo stato essa sia ancora da considerarsi in una fase embrionale e molte delle azioni promosse non abbiano avuto,

56 ESMA, *Progress report*, p. 42; v. anche ESMA, *Public Statement on Guidelines on funds' names using ESG or sustainability related terms*, 14 December 2023 ESMA34-1592494965-554; v. anche COMMISSIONE EUROPEA, *SFDR Q&A*, 2021, p. 8, ove si precisa che prodotti finanziari che usano nomi o etichette che evocano la sostenibilità dovrebbero qualificarsi almeno come prodotti ai sensi dell'art. 8 SFDR.

57 C-213/89, *The Queen v Secretary of State for Transport, ex parte Factortame and others*, ECLI:EU:C:1990:257. G. ROMANO, *Il caso Factortame I: la necessità di una tutela giurisdizionale effettiva dei diritti comunitari rappresenta un principio superiore rispetto al principio della sovranità parlamentare*. Nota di commento a Corte di Giustizia UE, 19 giugno 1990, causa C-213/89, 2018, pp. 303-318, "Con la sentenza *Factortame I* la Corte di Giustizia ha evidenziato come le corti nazionali debbano essere in grado di predisporre un'adeguata tutela cautelare qualora essa sia richiesta da una delle parti e sia parimenti finalizzata a garantire l'effettività del diritto europeo. L'importanza della pronuncia in questione emerge proprio laddove viene stabilito il principio per cui il giudice nazionale debba autonomamente disapplicare la legislazione interna qualora essa risulti d'ostacolo alla predisposizione del medesimo provvedimento cautelare".

58 Per i dati v. Sabin Center Climate Change Litigation Database, *US Climate Change Litigation*. V. già D. C. LANGEVOORT, *Disasters and Disclosures: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe*, 107 *Georgetown Law Journal* 107, 2019, pp. 967-1012.

fino a ora, successo (emblematica la saga *Exxon Mobil*)<sup>59</sup>. Come rileva infatti ESMA<sup>60</sup> «*The occurrence of greenwashing controversies tends to be concentrated within a few sectors and firms. Using the broader definition of greenwashing, 19% of the controversies involved firms from the extractives and minerals processing sector, followed by 16% for financial sector firms. Meanwhile, 10 companies were involved in more than 10 controversies each. However, these findings may be driven by various external factors, including company size, media coverage, country specificities, etc. One consistent finding is that the total number of greenwashing controversies has steadily increased between 2020 to 2021, regardless of the identification method (Figure 3). This trend may reflect greater public and media scrutiny and could increase the pressure on firms to operate more transparently and responsibly as potential reputational risks become more prominent*».

La rilevanza attuale, ma ancor più prospettica, di questo tema è, d'altro canto, ormai da tempo al centro dell'attenzione degli interpreti<sup>61</sup>, che evidenziano le potenzialità espansive di azioni fondate sulla responsabilità da prospetto<sup>62</sup> o da abusi di mercato o sulla violazione dei doveri fiduciari degli amministratori<sup>63</sup>, pur mostrando al contempo come l'ingannevolezza delle affermazioni di sostenibilità non sempre generi un danno patrimoniale, per l'investitore, con ciò rendendo il *private enforcement* non sempre il più idoneo allo scopo. Su tali aspetti si tornerà tuttavia nel capitolo IV.

59 The People of the State of New York v Exxon Mobil Corp, 452044/2018, N.Y. Sup. Ct; Ramirez v Exxon Mobil Corp, Docket number 3:16-cv-3111 N.D. Tex; la "motion to dismiss" è stata però respinta in Commonwealth v Exxon Mobil Corp, Docket number SJC-13211 e pende anche Exxon Mobil Corp. Derivative Litigation, 3:16-cv-3111 N.D. Tex. M. VALSANIA, Exxon sotto processo per la contabilità falsa dell'effetto serra, in *IlSole24ore*, 22 ottobre 2019, "Exxon è accusata dalla procura dello stato di New York, riassumendo il caso in poche parole, di aver ingannato gli azionisti. Di aver tenuto, volutamente e di nascosto, "libri" paralleli sui costi per l'azienda delle future misure di lotta cambiamento climatico, usando poi stime che li sottovalutavano quando considerava scelte di investimento e gonfiando di conseguenza prospettive e valutazioni del gruppo".

60 ESMA, *Progress Report*, p. 90.

61 Si vedano almeno J. SOLANA, *Climate Litigation in Financial Markets: A Typology*, in 9 *Transnational Environmental Law* 1, 2020, pp. 105-135; J. SEITZER, H. NARULLA, C. HIGHA, E. BRADEEN, *Climate Litigation in Europe*, London and Brussels, Grantham Research Institute, 2022; F. ELDERSON, *Come hell or high water: addressing the risks of climate and environment-related litigation for the banking sector*, 2023 ECB Legal Conference, Frankfurt, 2023; D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 18 *Capital Markets Law Journal* 3 (2023), pp. 303-328; E. CERRATO GARCIA, *Navigating the Landscape of EU Sustainable Finance Regulation: Challenges and Imperatives*, Ph D Dissertation, Bologna, 2024; Per un più ampio inquadramento teorico, che ben evidenzia la complessità nel trovare un equilibrato punto di bilanciamento in una materia che si confronta strutturalmente con scenari futuri in certa misura ipotetici e dunque con decisioni multiscenario in contesti di incertezza, ed al tempo stesso con i dettami del principio di precauzione, che in subiecta materia trova fondamento in Europea nell'art. 191 TFEU. D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, A. SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change (Part 1): Does Climate Change Fit in Central Banks' Mandates?*, 6 *Bus. & Fin. L. Rev* 213, 2023; D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, A. SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change (Part 2): Can Central Banks Intervene Now? And How?*, 6 *Bus. & Fin. L. Rev* 213, 2023.

62 Emblematiche negli Stati Uniti *BRS v Volkswagen AG*, Docket case 16-cv-3435 (2017 WL 3058563); nel Regno Unito, *ClientEarth v. Financial Conduct Authority* [2023] EWHC 3301 (Admin) relativamente all'approvazione del prospetto di Ithaca Energy, che, a giudizio della ricorrente, non dava informazioni adeguate circa i rischi ambientali cui era esposta l'attività dell'emittente e lamentava che l'autorità di vigilanza non avesse adeguatamente vigilato su questo aspetto.

63 Si veda anzitutto, nei Paesi Bassi, la "rivoluzionaria" *Milieudefensie v Royal Dutch Shell* [2021] ECLI:NL:RBDHA:2021:5339; v. anche per un tentativo (non riuscito) nel Regno Unito, *Clientearth v. Board of Directors of Shell* [2023] EWHC 1137 (Ch).

# Impatto del *greenwashing* sulle scelte dell'investitore *retail*

(F. Vella, A. Troisi)

CAPITOLO  
TERZO

## 1 *Greenwashing* ed emittenti

Negli ultimi anni l'informativa societaria e la trasparenza hanno assunto nuove connotazioni nel contesto della finanza sostenibile. Le preferenze degli investitori, istituzionali e *retail*, si sono gradualmente spostate verso organizzazioni (*entity level*) e prodotti finanziari (*product level*) che integrano i fattori ESG nei processi decisionali di investimento. La comunicazione tra i partecipanti ai mercati finanziari è diventata oltremodo complessa, registrando un aumento nell'utilizzo del cosiddetto *green marketing* con cui le aziende promuovono (o meglio pubblicizzano) i loro prodotti finanziari.

Nonostante l'impegno assunto da parte dei numerosi attori del sistema, la sfida per armonizzare il linguaggio nell'ambito della sostenibilità – così da ottenere maggior coerenza nelle definizioni, chiarezza e comparabilità tra le stesse – non può dirsi certamente ancora conclusa. Il perseguimento della sostenibilità presuppone cambiamenti considerevoli, che non possono chiaramente essere realizzati nel breve periodo: infatti laddove le società più attente hanno iniziato a integrare i fattori ESG nei processi decisionali, altre imprese si sono limitate a etichettare i prodotti come sostenibili senza apportare cambiamenti rilevanti nella loro *governance* aziendale, spinte dal solo desiderio di attrarre un possibile nuovo bacino di investitori o di non perdere quote importanti di mercato.

In questo contesto, sono emerse nuove esigenze di tutela per evitare fenomeni distortivi; laddove il rischio di *greenwashing*, rappresenta una delle principali preoccupazioni delle istituzioni finanziarie europee e sovranazionali. Un contributo al dibattito è stato fornito anche da IOSCO tramite la *Sustainable Finance Task Force* (STF) che, a partire dal 2020, ha pubblicato una serie di raccomandazioni rivolte ad autorità di regolamentazione e *policy maker* proprio nel momento in cui i maggiori flussi di capitali venivano indirizzati verso investimenti sostenibili<sup>64</sup>.

Il termine *greenwashing*, come definito nel secondo capitolo, si manifesta attraverso pratiche commerciali in cui affermazioni, azioni o comunicazioni relative alla

64 Si veda IOSCO, Report on Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management, 2 novembre 2021, consultabile all'indirizzo <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>.

sostenibilità restano delle mere dichiarazioni di intenti, senza riscontri effettivi nei prodotti, negli obiettivi e nelle politiche aziendali, al solo fine di migliorarne l'immagine e renderli più allettanti per gli investitori.

Benché il contenzioso legato al *greenwashing* sia ancora in divenire<sup>65</sup>, essendo la normativa sul punto piuttosto recente, è verosimile che domande di risarcimento o richieste di restituzione su investimenti legati a questo tipo di informazioni divengano più frequenti nel prossimo futuro<sup>66</sup>. Le preoccupazioni ambientali, soprattutto in merito al cambiamento climatico, stanno assumendo sempre più rilevanza e ciò rappresenta una sfida significativa poiché indirizzare il capitale verso fondi ESG non equivale a risultati climatici positivi.

Come emerge dall'ultimo *report* di sintesi dell'*Intergovernmental Panel on Climate Change*, non si può più ignorare l'urgente necessità di ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub> per mantenere vivibile il pianeta<sup>67</sup>. I contenziosi climatici, classificati dalla dottrina quale particolare fattispecie di *strategic litigation*<sup>68</sup>, mirano a ottenere per via giudiziaria miglioramenti nelle politiche ambientali da parte dei Governi e dalle grandi *corporation*<sup>69</sup>.

Questa tendenza nasce dalla consapevolezza che il potere politico non riesce a ottenere drastiche e immediate misure per mitigare l'aumento globale delle temperature. Non vi è dubbio, però, che tra simili contenziosi e i diversi livelli di *hard* e *soft*

65 Tra i casi di *greenwashing* più eclatanti in Europa vi è quello di *DWS* società di gestione controllata quasi all'8% della Deutsche Bank. Sul punto si rimanda <https://www.morningstar.it/it/news/226880/il-caso-dws-e-il-giro-di-vite-sul-greenwashing.aspx>.

66 Dalla ratifica dell'Accordo di Parigi sono state avviate circa 230 cause strategiche intentate contro le imprese ed associazioni di categoria. Tradizionalmente i contenziosi sono stati istaurati contro i maggiori emettitori operanti nei settori dell'energia, dei trasporti e l'industria della plastica, ma negli ultimi anni sono state avviate in altri settori, tra cui le compagnie aeree, l'industria alimentare, il commercio elettronico e i servizi finanziari. Le cosiddette *Carbon Majors* sono state riconosciute in letteratura come le principali aziende responsabili delle emissioni globali di carbonio a livello globale. Sul punto si veda R. HEEDE, *Tracing Anthropogenic Carbon Dioxide and Methane Emissions to Fossil Fuel and Cement Producers, 1854-2010*, in *Climatic Change*, 2014, p. 229 ss.; J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in LSE, 2024.

67 Si veda, in proposito, la Parte I del *Climate Change 2023 Synthesis Report* (link: [https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC\\_AR6\\_SYR\\_LongerReport.pdf](https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_LongerReport.pdf)).

68 Tale fenomeno vede sempre più spesso numerose imprese produttrici di emissioni inquinanti coinvolte in azioni legali promosse da singoli individui o, più sovente, da associazioni ambientaliste e ONG. Quest'ultimi, invocando il sindacato giurisdizionale, sottopongono a scrutinio le prassi aziendali e le dichiarazioni promozionali, contestandone la reale trasparenza e l'effettiva sostenibilità. Di particolare rilevanza è la campagna avverso le *Majors* promossa da Earth Island Institute nella lotta all'inquinamento ambientale. Cfr. District of Columbia Court of Appeals (No. 22-CV-0895), 29 agosto 2024, con nota di A. TROISI, *Caso Earth Island Institute contro Coca-Cola: le Supermajors al vaglio della giurisprudenza statunitense*, in *Giur.com*, in corso di pubblicazione.

69 Da segnalare, a livello europeo, il caso *Urgenda* quale *leading case* nella lotta contro il cambiamento climatico, in quanto è stato capace di generare ampi cambiamenti sociali, politici e legislativi e soprattutto di confermare l'importanza dei principi del diritto climatico ed ambientale negli obblighi di *due diligence* degli Stati membri. In proposito si veda A. PISANÒ, *L'impatto dei contenziosi sulla crisi climatica. Il paradosso delle sentenze vuote*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, n. 1, 2024, spec. p. 111 ss.; L. BUTTI, S. NESPOR, *Il diritto del clima*, Milano, Mimesis, 2022, spec. p. 233; G. PULEIO, *Rimedi civilistici e cambiamento climatico antropogenico*, in *Persona e Mercato*, 3, 2021, p. 469 ss.; D. A. KYRAN, B. EWING, *Prods and Pleas: Limited Government in an Era of Unlimited Harm*, in *Yale Law School*, 2011, p. 350 ss.

law attualmente operati vi sia un "rapporto di simmetria" auspicabilmente in grado di incidere sui comportamenti delle imprese nel lungo periodo<sup>70</sup>.

Ricorrere al potere giudiziario è quindi divenuta una strategia che unisce scopi giuridici diretti e fini politici (nel senso di *policy*) indiretti, per vincere l'inazione delle imprese emittenti (soprattutto delle cosiddette *Carbon Majors*<sup>71</sup>) responsabili delle emissioni. Il numero dei casi è in continua crescita almeno dal 2015, in concomitanza della ratifica dell'Accordo di Parigi<sup>72</sup>. Questi contenziosi rappresentano una casistica eterogenea, che ha visto di volta in volta il coinvolgimento delle Corti nazionali<sup>73</sup> e internazionali, tra cui la Corte EDU<sup>74</sup>. D'altra parte, gli Stati firmatari dell'Accordo di Parigi hanno assunto – nei confronti della comunità internazionale e dei cittadini – impegni di legislazione ambientale ed economica per il progressivo abbattimento dell'inquinamento e delle emissioni di CO<sub>2</sub> di origine antropica<sup>75</sup>, vincolandosi a una specifica obbligazione internazionale di tipo climatico. Sul piano comunitario, il Regolamento (UE) 2021/1119<sup>76</sup> (Normativa europea sul clima) in attuazione dell'Accordo di Parigi sul clima, ha stabilito l'obiettivo vincolante della neutralità climatica entro il 2050, attraverso la riduzione delle emissioni di gas serra derivanti dalle attività umane

70 Per maggiori approfondimenti su questi temi si veda F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca, impr., soc.*, n. 1, 2024, spec. p. 17.

71 Le emissioni di gas serra di un'impresa sono il mezzo principale attraverso cui la stessa contribuisce ad aumentare l'esposizione ai rischi climatici fisici nelle loro catene di approvvigionamento. In effetti, questo approccio è alla base di molti noti *climate litigation cases*, che hanno stabilito un legame tra i livelli di emissioni di un'impresa e i principali impatti negativi. Tali cause si sono concentrate sul ruolo dei cosiddetti grandi emittenti. In *Milieudefensie et al. v Royal Dutch Shell* i querelanti hanno sostenuto che l'1,6% degli aumenti misurati della temperatura e l'1,4% degli aumenti misurati del livello del mare possono essere ricondotti alle attività di Shell. Tuttavia, se da un lato questo approccio offre una base relativamente chiara su cui identificare i contributi di queste aziende agli impatti climatici, dall'altro presenta delle lacune. Non da ultimo, si limita a prendere in considerazione unicamente le *Carbon Majors* senza analizzare il contributo di altri operatori attivi sul mercato. Circoscrivere la responsabilità alle sole società più grandi potrebbe infatti, creare un vuoto di responsabilità in cui gli attori esercitano una negligenza cumulativa riguardo ai loro impatti negativi sull'ambiente. C. MACCHI, *The Climate Change Dimension of Business and Human Rights: The Gradual Consolidation of a Concept of 'Climate Due Diligence'*, in *Business and Human Rights Journal*, 6, 2020.

72 Per una panoramica dei casi di *climate change litigation* più eclatanti nel settore finanziario, Cfr. J. CRUGNOLA-HUMBERT, A. BAENZIGER, *Climate litigation risk and the financial sector: A perspective on recent developments*, in *Deloitte*, 2024 (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/risk/ch-sustainability-climate-litigation-report.pdf>).

73 L'ondata di *climate change litigation* ha recentemente interessato anche l'Italia. Sul punto si veda Trib. Roma, 26 febbraio 2024 disponibile in *One Legale*. Come primi commenti alla pronuncia, si veda, tra gli altri, A. TROISI, *Enforcement e normative di contrasto al fenomeno del greenwashing*, in *Giur.comm.*, 2022, 5, p. 1257 ss.; F. VANETTI, *I cambiamenti climatici tra cause civili, scelte politiche e giurisdizione amministrativa*, in *RGA on line*, 52, 2024; L. BUTTI, *Chi decide sulle politiche climatiche? contenzioso climatico, separazione dei poteri e 'Rule of Law'*, in *RGA on line*, 2024.

74 In assenza di un riferimento esplicito all'ambiente o al diritto ad un ambiente salubre nella CEDU, la Corte EDU ha costruito nel tempo una giurisprudenza fondata sull'interpretazione estensiva della Convenzione per affrontare i casi di natura ambientale a lei sottoposti. In altre parole, le sentenze della Corte EDU hanno tutelato indirettamente l'ambiente per mezzo degli articoli 2 e 8 CEDU. Così, tale interpretazione è stata tenuta in considerazione prima dalla Corte Suprema olandese nel caso *Urgenda* e poi, emulandola, da altri giudici europei intenti a risolvere i rispettivi contenziosi climatici. In questo senso si veda F. ZORZI GIUSTINIANI, *Contenzioso climatico e diritti umani: il ruolo delle corti europee sovranazionali*, in *federalismi.it*, 2023, pp. 283 ss.; A. GALANTI, *La giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo sulla tutela dell'ambiente: approdi, prospettive e portata precettiva*, in *Questione Giustizia*, 2022.

75 A. GENOVESE, *La gestione sostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, il Mulino, Bologna, 2023, spec. p. 74-75.

76 Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il Regolamento (CE) n. 401/2009 e il Regolamento (UE) 2018/1999 (Normativa europea sul clima).

e l'aumento dei pozzi naturali di assorbimento. Inoltre, da ultimo, la CSDDD<sup>77</sup> ha previsto (ex art. 22) che: «gli Stati membri provvedano a che ciascuna società [...], adotti e attui un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici volto a garantire, con il massimo impegno possibile, che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 °C in linea con l'accordo di Parigi nonché l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica come stabilito nel Regolamento (UE) 2021/1119, compresi i suoi obiettivi intermedi e di neutralità climatica al 2050, e, se del caso, l'esposizione della società ad attività connesse al carbone, al petrolio e al gas». L'integrazione della *due diligence* climatica nella CSDDD richiede alle aziende di considerare il cambiamento climatico nella loro *governance* aziendale. Laddove ne ricorrano le condizioni, l'inadempimento delle obbligazioni climatiche da parte dei singoli Stati o delle imprese emittenti comporterà la violazione (o il rischio) dei diritti dei cittadini, rafforzando ulteriormente gli strumenti giuridici a disposizione per garantire il rispetto degli impegni assunti in ambito internazionale.

L'adattamento al *climate change* mette a dura prova gli elementi tradizionali della responsabilità civile: colpa, nesso di causalità e danni lamentati<sup>78</sup>. In primo luogo, l'Autorità giudiziaria deve decidere se applicare il paradigma della responsabilità per colpa o quella oggettiva. La prima presuppone la dimostrazione che il convenuto abbia agito con negligenza o intenzionalmente causando danni. In questo caso, l'attore dovrà concretamente provare che l'impresa non ha adottato misure ragionevoli per evitare o ridurre l'impatto ambientale negativo delle sue attività. La responsabilità oggettiva, d'altro canto, non richiede la dimostrazione di colpa, ma solo che l'attività dell'azienda ha causato danni. In secondo luogo, il nesso di causalità presenta problematiche applicative: le teorie tradizionali non funzionano per le affermazioni sui cambiamenti climatici, poiché il nesso causale tra le attività delle aziende e il riscaldamento globale è cumulativo. Le imprese, con le loro attività, causano effetti dannosi nel tempo e in concorso tra loro. In altre parole, la condotta di ciascun soggetto non è, da sola, di per sé decisiva nel produrre il danno. Infine, i danni sono quasi impossibili da accertare e liquidare. Dal lato dell'attore, è estremamente difficile valutare il valore monetario del danno causato, dato che deve essere riportato alla situazione precedente all'illecito. Dal lato del convenuto, poiché il cambiamento climatico opera a livello globale, è quasi impossibile collegare i danni alla condotta di un attore specifico. Inoltre, il risarcimento non è affatto sufficiente a rimediare al danno causato e non soddisfa l'obiettivo del contenzioso sul clima. Poiché i danni causati dal cambiamento climatico comportano la distruzione del pianeta e dei sistemi biologici, che inevitabilmente causano ingenti

77 Per un approfondimento sul punto si veda M. VENTORUZZO, Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa, in Riv. soc., 2024, p. 447 ss.

78 In tema di azioni civili risarcitorie per danni derivanti dal cambiamento climatico si segnala che in letteratura non vi è unanimità di vedute. Una parte della dottrina è incline ad escludere l'applicazione del paradigma tradizionale della responsabilità extracontrattuale, a favore dei criteri che sono stati elaborati dalla giurisprudenza in importanti casi internazionali di danni di massa. Una parte della dottrina ha ritenuto che si tratti di azioni policentriche, impossibili da collocare nei binari tradizionali delle azioni civili. G. PULEIO, *op. cit.*, p. 481.

danni alla salute e mettono in pericolo la vita umana, il rimedio più appropriato sembra rivelarsi quello inibitorio sotto forma di ingiunzione a cessare l'attività inquinante<sup>79</sup>.

L'informativa sui rischi climatici è un'area chiave di omissioni da parte degli emittenti che potrebbe tradursi in informazioni ingannevoli. Con l'incremento dei rischi legati ai cambiamenti climatici e ad altre crisi ambientali, è probabile che aumentino anche le accuse di dichiarazioni fuorvianti sui rischi legati alla sostenibilità<sup>80</sup>. Inoltre, i sostenitori anti-*greenwashing* stanno diventando sempre più organizzati e collaborano a stretto giro con consulenti specializzati per avviare cause relative al *climate change* contro le imprese<sup>81</sup>. Con la crescita dell'attenzione su questo tema, gli studi legali stanno riscontrando un aumento di interesse, sia da parte dei gestori patrimoniali che cercano di evitare accuse di *greenwashing*, sia da parte degli investitori che intendono invece perseguire azioni giudiziarie contro i gestori dei fondi di investimento che ritengono siano stati venduti in modo improprio<sup>82</sup>. Nel caso di successo nelle controversie, la sentenza di solito ordina all'impresa di portare avanti la propria attività in modo coerente con gli obiettivi climatici. Secondo l'analisi di rischio *The financial impact of greenwashing controversies* condotta da ESMA e pubblicata il 19 dicembre 2023, il numero di controversie legate al *greenwashing* è in costante aumento dal 2020 e il settore finanziario è risultato il secondo settore maggiormente coinvolto in queste controversie<sup>83</sup>. L'analisi di ESMA sottolinea la necessità di una guida normativa chiara e di un'efficace supervisione per mantenere la fiducia degli investitori e garantire la stabilità dei mercati finanziari.

I rischi legati alla sostenibilità tendono sempre più a sovrapporsi ai rischi economico-finanziari tradizionali, piuttosto che essere trattati come una categoria di rischio a sé stante<sup>84</sup>. Questa integrazione è dovuta all'aumento della domanda di investimenti sostenibili e alla complessità dell'attuale regolamentazione. Parimenti, alcuni studi hanno dimostrato come la finanza sostenibile, allo stato attuale, non introduca la sostenibilità quale scopo autonomo, ma piuttosto integri nuovi strumenti per perseguire più efficacemente i medesimi obiettivi tradizionali della regolamentazione finanziaria, reinterpretati secondo un approccio valoriale volto a promuovere una visione a lungo termine nell'attività finanziaria. Da una prospettiva simmetrica, ne deriva che sia gli emittenti che gli intermediari, le agenzie di *rating* ESG e gli altri enti di verifica di

79 Per un approfondimento sul punto si veda L. SERAFINELLI, *Responsabilità extracontrattuale e cambiamento climatico*, Torino, Giappichelli, 2024.

80 Sebbene possa sembrare prematuro immaginare un'azione di responsabilità intrapresa dagli investitori *retail* mediante *class action*, non si può escludere il rischio che possano ricorrere a questo strumento nel caso in cui ritengano di essere stati danneggiati da dichiarazioni ingannevoli riguardanti pratiche ESG, iniziative di sostenibilità o investimenti *green*, ovvero dalla distribuzione di prodotti non conformi alle caratteristiche dichiarate. Per un approfondimento sul punto si veda S. BELLEGGIA, S. SANTAMBROGIO, *Le azioni collettive nel contenzioso bancario, finanziario e assicurativo. Nuovi scenari in Italia*, in *dirittobancario.it*, 24.07.2024.

81 A. PISANÒ, *op. cit.*, p. 2.

82 Su tali aspetti si veda il capitolo IV.

83 Disponibile al link: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-3072\\_TRV\\_Article\\_The\\_financial\\_impact\\_of\\_greenwashing\\_controversies.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-3072_TRV_Article_The_financial_impact_of_greenwashing_controversies.pdf).

84 Per un approfondimento sul punto si veda G. Strampelli, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *A.G.E.*, n. 1, 2022, spec. p. 145 ss.

terze parti nel settore finanziario possano causare ingannevoli aspettative nei propri clienti o potenziali in merito alle caratteristiche dei prodotti e servizi che promuovono.

Le pratiche di *greenwashing* possono verificarsi lungo l'intera catena del valore degli investimenti sostenibili ed essere attivate o diffuse da tutti i partecipanti al mercato, ad eccezione dell'investitore, che è sempre destinatario finale e non artefice di tali pratiche. In tale contesto, gli operatori di mercato possono ricoprire tre ruoli principali: quello di attivatori (*trigger*), diffusori (*spreader*) e/o destinatari di affermazioni fuorvianti (*receiver*). Talvolta il ruolo di *trigger* e *spreader* può venire a coincidere come nel caso degli *asset managers*. Nonostante queste strategie possano fornire vantaggi finanziari di breve termine, nel lungo periodo generano una serie di effetti che a catena si ripercuotono sul mercato, con evidenti ricadute sul versante reputazionale e finanziario delle società, sul valore del marchio nonché sulla fedeltà dei clienti. In condizioni di mercato avverse, i rischi finanziari sottesi al *greenwashing* possono originare dagli emittenti (in qualità di *trigger*) e penalizzare più nodi di mercato del *Sustainable Investment Value Chain* (SIVC) molto prima che un determinato prodotto finanziario raggiunga l'investitore finale. Questo è il caso, ad esempio, delle affermazioni ingannevoli che gli emittenti rilasciano nelle comunicazioni aziendali, come: campagne pubblicitarie, *voluntary reporting*, dichiarazioni non finanziarie, bilanci di sostenibilità. Altro esempio riguarda la scarsa qualità dei dati a disposizione di un fondo di investimento sulle società partecipate situate all'interno o all'esterno dell'UE<sup>85</sup>. Al contempo, il *greenwashing* è alimentato dalle asimmetrie informative e ciò rende difficile ai clienti distinguere tra pratiche autenticamente sostenibili e mere affermazioni ingannevoli.

Posto in termini di pura disparità informativa, i principi generali in materia di *disclosure* sono funzionali a promuovere una maggiore chiarezza e garantire che le informazioni relative alla sostenibilità siano accurate e verificabili soprattutto per gli investitori *retail*. Nondimeno, nel corso degli anni, la natura dell'informazione è significativamente cambiata, facendo proliferare nuove forme di *disclosure*. Invero, come rilevato da una parte della dottrina, allo stato attuale il patrimonio informativo a disposizione è quantomeno quantitativamente ampio e diversificato a seconda che il cliente sia un investitore professionale ovvero al dettaglio, così come la frequenza dei flussi informativi nel contesto della SIVC<sup>86</sup>. Il problema di fondo che resta irrisolto è l'analfabetismo finanziario, che rende le informazioni spesso incomprensibili per i clienti, soprattutto *retail*, in quanto frequentemente non sono in grado di decifrarle e ordinarle tra loro; dato che allo stato attuale i dati relativi alla sostenibilità delle imprese sono scarsamente soggetti a controllo esterno ovvero certificazioni. In alcuni casi, la mole delle informazioni degenera in un sovraccarico informativo (*information overload*) e, aggravando ulteriormente la difficoltà di comprendere e utilizzare le informazioni disponibili, rischia di allontanare dall'investire nella sostenibilità. Pertanto, la sola imposizione di obblighi informativi e la tradizionale educazione finanziaria si rivelano

85 ESMA, Sustainable Finance Roadmap 2022-2023.

86 M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario, crisi economico-finanziaria e finanza sostenibile*, in Riv. soc., 2021, pp. 1253 ss.

in questo caso inefficaci per far convergere il capitale degli investitori *retail* verso investimenti sostenibili. Perché la trasparenza funzioni distintamente occorrerebbe, infatti, ipotizzare un soggetto "razionale" in grado di comprendere le informazioni ricevute, di elaborarle e infine di agire in modo coerente e autorevole rispetto alle conclusioni raggiunte. Un tale soggetto risulta, di contro, assai difficile da reperire nella realtà, soprattutto tra i risparmiatori. Inoltre, anche quando gli investitori sono ben informati e convinti dei benefici dei prodotti ESG, l'attenzione limitata al momento decisivo e la procrastinazione in merito a decisioni complesse (come il cambiamento di una strategia di investimento) spiegano perché essi non sempre agiscano in base alle loro preferenze. Si rende quindi necessario adottare un approccio che tenga conto dei numerosi fattori distorsivi interni ed esterni, e che sappia elaborare nuovi strumenti e meccanismi basati anche sugli attuali studi economici comportamentali, come i ben noti *nudges*<sup>87</sup>.

Come emerso dal secondo capitolo, identificare un quadro giuridico applicabile ai cosiddetti *environmental marketing claims* dei prodotti finanziari è tutt'altro che semplice: molti riferimenti normativi dell'UE possono applicarsi a tali dichiarazioni, ma nessuno di essi può dirsi risolutivo. Sebbene i riferimenti presenti nel quadro normativo europeo rappresentino senz'altro il punto di partenza per una chiara comprensione del fenomeno, essi non possono ritenersi sufficienti a prevenire ovvero risolvere pratiche di *greenwashing*. In particolare, le definizioni proposte nel Regolamento Tassonomia, nel Regolamento SFDR, nonché nella Direttiva MiFID II si concentrano sulla divulgazione e consulenza di prodotti finanziari, mentre come chiarito dall'ESMA il *greenwashing* può verificarsi in diverse fasi del ciclo di vita del prodotto e può anche riguardare affermazioni a livello di entità (ovvero i partecipanti ai mercati finanziari cosiddetto *entity level*), piuttosto che solo a livello di prodotto finanziario (*product level*)<sup>88</sup>.

Tra gli strumenti obbligazionari a rischio di *greenwashing* si collocano i *green bonds*<sup>89</sup>, ossia titoli di debito emessi e sottoscritti con l'obiettivo di conseguire un beneficio ambientale, direttamente o indirettamente, da parte dell'emittente<sup>90</sup>. Analogamente alle obbligazioni tradizionali, gli investitori vantano un diritto di credito, pari

87 M. Siri, S. Zhu, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca Impresa Società*, n. 1, 2020, pp. 3 e ss. Per una ricostruzione sul tema della *behavioural regulation* si veda, tra i tanti contributi: F. Vella, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023.

88 Tale posizione è stata confermata dall'ESMA nel *Progress Report on Greenwashing* dello scorso 31 maggio 2023. Sul punto si veda il documento disponibile al sito [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498\\_Progress\\_Report\\_ESMA\\_response\\_to\\_COM\\_RfI\\_on\\_greenwashing\\_risks.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf).

89 L'Europa è da tempo la principale forza trainante nel mercato dei *green bonds*, alimentata da un *mix* diversificato di emittenti in tutta l'area geografica. Secondo la *Climate Bonds Initiative* (CBI), nel 2022 l'Europa ha conquistato i primi tre posti nella classifica delle emissioni globali. Alla fine del secondo trimestre del 2023, l'Europa rappresentava il 52% del mercato globale dei *green bonds*, rispetto al 22% della regione Asia Pacifico ed al 10% del Nord America ([https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_sotm\\_2022\\_03e.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf)). Con riferimento al contesto italiano, occorre evidenziare che la Borsa Italiana ha assunto un ruolo attivo nella promozione del mercato dei *green bonds*. Per una ricostruzione generale delle iniziative a livello europeo e nazionale volte ad implementare le obbligazioni *green* ed altre forme di finanziamento sostenibili si veda N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA ET AL., *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 n. 1*, 2021, spec. p. 33 ss.

90 Nella ricostruzione "post-Covid 19" assumono rilevanza le linee creditizie incardinate sulla sostenibilità ed articolate sulla ormai consolidata distinzione tra *green loan* e *sustainability-linked loan*. Per una ricostruzione sul punto si veda F. VELLA, *op. cit.*, p. 22 ss.

alla restituzione del capitale e al pagamento degli interessi maturati periodicamente, distinguendosi per l'interesse sotteso alla gestione delle risorse e il conseguente controllo sull'operato della società. Gli investitori sono animati da interessi di natura non esclusivamente economica, ovvero dalla volontà di contribuire al miglioramento dell'impatto ambientale dell'emittente stesso, il cui conseguimento incide, tra l'altro, sulla remunerazione degli investitori. Questi ultimi sono disposti ad accettare rendimenti inferiori rispetto alle obbligazioni ordinarie in cambio di un impatto durevole nel tempo.

Sebbene il mercato dei *green bonds* abbia delle potenzialità per promuovere attività sostenibili, le questioni relative alla sua regolamentazione pongono sfide significative che potrebbero comprometterne l'ulteriore crescita. Più in particolare, due questioni rimangono allo stato attuale ancora irrisolte: in primo luogo, la definizione delle attività finanziate dei fondi presi in prestito che possono essere considerate *green*; in secondo luogo, la garanzia che l'emittente del *bond* abbia utilizzato i proventi in conformità con gli impegni assunti.

Accertare e perseguire l'opportunità delle imprese è difficile non solo per gli organismi privati ma anche per le autorità di regolamentazione. Gli emittenti, al solo fine di attrarre nuovi investitori e accrescere la propria reputazione, potrebbero emettere sul mercato obbligazioni tradizionali e qualificarli come *green bonds* senza perseguire alcun obiettivo ambientale o fare false promesse riguardo all'utilizzo dei proventi ottenuti. Un uso improprio di tali strumenti potrebbero rivelarsi lesivo per gli interessi dei singoli investitori e per l'interesse generale del mercato. Inoltre, l'assenza di una puntuale regolamentazione in materia potrebbe favorire maggiori incertezze e scoraggiare le aziende dal migliorare il proprio modello di *business* finalizzato a ridurre il loro impatto negativo sull'ambiente.

Il mercato dei *green bonds*, diversamente da altre aree del panorama della finanza sostenibile (si veda il successivo paragrafo 4 sui *rating* ESG) mostra un livello di frammentazione sorprendentemente basso e non presenta una proliferazione eccessiva di "*private regulation*". Al contrario, esistono pochi *standard* ampiamente accettati e riconosciuti che forniscono ai partecipanti del mercato linee guida chiare e uniformi.

In assenza di un intervento normativo mirato a disciplinarne specificamente il fenomeno, un supporto in tal senso è stato fornito da *standard* e soprattutto da *guidelines* procedurali elaborate da *self-regulatory organization* operative in ambito internazionale e basate sull'adesione volontaria da parte degli emittenti. Tra queste, i

cosiddetti *Green Bonds Principles*<sup>91</sup> (GBP) curati dall'ICMA e i *Climate Bonds Standard* di CBI sono i più ampiamente accettati e riconosciuti a livello globale<sup>92</sup>.

Le criticità relative al grado di frammentazione e proliferazione del *framework* di riferimento, unitamente al rischio di *greenwashing* hanno indotto il legislatore europeo a intervenire<sup>93</sup>. Al fine di rafforzare la trasparenza e la credibilità del mercato dei *green bonds*, la Commissione europea ha cercato di proporre un nuovo modello di *governance* alternativo attraverso la creazione dei cosiddetti *European Green Bonds Standard* (EuGB) che, negli intenti comunitari, aspirerebbe a diventare il "*gold standard*" per i *green bonds* a livello mondiale. L'EuGB mira a ridurre efficacemente il rischio di *greenwashing*, specialmente nella fase pre-emissione, e a rafforzare la fiducia degli investitori nel mercato, imponendo agli emittenti aderenti obblighi più stringenti di quelli previsti dalle attuali linee guida e schemi di certificazione privati. Invero, dopo essere stato a lungo dibattuto tra le istituzioni europee, è stato pubblicato il 30 novembre 2023 il Regolamento 2023/2631<sup>94</sup> sui *green bonds* europei e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come ecosostenibili e per quelle legate alla sostenibilità. In particolare, il Regolamento: i) dispone previsioni uniformi per gli emittenti che desiderano avvalersi della denominazione EuGB per le obbligazioni messe a disposizione degli investitori nell'UE; ii) istituisce un sistema di registrazione dei verificatori esterni di *green bonds* volto altresì a monitorare gli stessi; iii) prevede modelli di disclosure volontari per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e quelle legate alla sostenibilità dell'UE.

Nonostante gli obiettivi ambiziosi, alcuni osservatori dubitano della capacità dell'EuGB di riformare positivamente il mercato dei *green bonds*, in quanto la natura volontaria dello *standard* solleva legittimi dubbi sul se il problema della frammentazione del mercato verrà mai risolto. Infatti, ai sensi del Regolamento EuGB, gli emittenti di obbligazioni verdi che non desiderano conformarsi allo *standard* UE potranno comunque utilizzare altri strumenti normativi privati per etichettare e certificare le loro obbligazioni come verdi o, ancora peggio, auto-etichettandosi seppur in modo fuor-

91 I GBP sono un set di linee guida volontarie volte a garantire la trasparenza, la divulgazione e l'integrità dei *green bonds*. Non stabiliscono criteri specifici per la definizione di ciò che costituisce un progetto *green*, ma si concentrano sul processo di emissione e divulgazione. Il contenuto dei principi si rivolge a potenziali emittenti e individuano quattro componenti essenziali per l'emissione di un *green bond* rilevante: 1) utilizzo dei proventi; 2) processo di valutazione e selezione del progetto; 3) gestione dei proventi; 4) attività di *reporting*. Agli emittenti è altresì raccomandata la nomina di un revisore esterno per verificare la conformità alle GBP e monitorare la gestione e l'allocazione dei proventi. L'ultima versione delle linee guida è stata pubblicata nel 2021. Tuttavia, nel giugno 2022, l'Appendice 1 della GBP è stata aggiornata per distinguere tra '*Standard Green Use of Proceeds Bonds*' (obbligazioni di debito non garantite) e "*Secured Green Bonds*" (obbligazioni verdi garantite). In tal senso si veda ICMA, *Green Bond Principles*, 2021, in <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>.

92 Diversamente dalle linee guida dell'ICMA, gli *standard* di CBI sono progettati per essere utilizzati come un meccanismo di certificazione che aiuterà ridurre il costo del capitale per progetti climatici nei mercati sviluppati ed emergenti. La CBI fornisce altresì una propria tassonomia, la *Climate Bond Taxonomy*, per classificare i progetti che possono essere finanziati attraverso i *green bond*.

93 Per ulteriori approfondimenti sulle critiche mosse alle iniziative autoregolamentari si veda R. NARINX, *Green bonds: the search for a proper regulatory framework to protect investors against greenwashing*, in *University of Toronto Faculty of Law Review*, Vol. 82, n. 1, 2024.

94 Si veda <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32023R2631>.

vante. Di conseguenza, il EuGB potrebbe divenire solo un'altra etichetta, tra le esistenti, frammentando ulteriormente il mercato. L'approccio del Regolamento replica, infatti, gran parte delle caratteristiche dei regimi di *governance* privati per proteggere efficacemente gli investitori dal *greenwashing*. A livello europeo, pertanto, il tentativo di regolamentazione è volto soprattutto a esplorare il contesto e a individuare problematiche piuttosto che a offrire nuove soluzioni.

Le condizioni di mercato attuali sono rese ancora più complesse dalla eterogeneità degli approcci adottati dai singoli Stati membri in merito alle Dichiarazioni Non Finanziarie (DNF), creando incertezza giuridica per le istituzioni e generando livelli di protezione disomogenei tra gli investitori.

Nondimeno, in ragione di quanto sopra osservato, il legislatore è attualmente impegnato ad accogliere le istanze di sostenibilità provenienti dal mercato; le soluzioni sul punto vengono, da un lato, dagli attesi interventi legislativi<sup>95</sup> e dall'altro dalle linee guida di *soft law*. Queste ultime, in particolare, svolgono un ruolo rilevante nel chiarire la portata degli obblighi normativi e nel contestualizzarli nelle condizioni di mercato, guidando i partecipanti dei mercati finanziari verso una solida comprensione di ciò che può essere conforme alla normativa comunitaria, distinguendolo da ciò che dovrebbe invece essere considerato contrario.

Le principali autorità di regolamentazione, ovvero il Comitato congiunto delle ESAs<sup>96</sup> insieme alle competenti autorità nazionali, hanno ben presto integrato il rischio di *greenwashing* nelle loro attività di vigilanza: sul punto, il 31 maggio 2023 l'ESMA ha pubblicato una relazione sul monitoraggio dell'avanzamento dello stato dell'arte in materia di *greenwashing*, identificando le aree ad alto rischio all'interno dei mercati

95 Le istituzioni europee, oltre ad alcune iniziative relative alla finanza sostenibile, sono attualmente impegnate su diverse misure di natura extra finanziaria. La Commissione sta lavorando per garantire un elevato livello di allineamento tra l'ESRS e gli standard dell'*International Sustainability Standards Board* (ISSB), che fanno parte della *IFRS Foundation* e del *Global Reporting Initiative* (GRI). Recentemente, è stata rilasciata una guida congiunta volta a supportare le imprese nell'applicazione dei rispettivi set di standard (Sul punto si rinvia: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/sup-reporting-implementation/issb-standards/esrs-issb-standards-interopability-guidance.pdf>). La logica alla base di questa recente produzione normativa è quella di garantire la corrispondenza tra il *reporting* di sostenibilità e l'effettiva realizzazione di operazioni e progetti sostenibili, in particolare per arginare fenomeni di *greenwashing* ed evitare pratiche di *offshoring* da parte delle imprese dell'UE. Inoltre, a febbraio 2024 il Parlamento e il Consiglio dell'UE hanno raggiunto un accordo provvisorio sul *Carbon Removal Certification Framework*, un quadro volontario per agevolare ed accelerare la realizzazione nell'UE di attività di assorbimento del carbonio e di riduzione delle emissioni nel suolo. Le attività certificabili includono lo stoccaggio permanente del carbonio e di altri prodotti di lunga durata, lo stoccaggio temporaneo del carbonio grazie al *carbon farming* ed alcuni tipi di attività di *carbon farming* che riducono le emissioni provenienti dai suoli agricoli. Per ottenere la certificazione, le attività devono soddisfare quattro criteri generali, ovvero quantificazione, addizionalità, stoccaggio a lungo termine e sostenibilità. Entro il 2026 la Commissione avrà il compito di sviluppare metodologie di certificazione su misura per i diversi tipi di attività e di istituire un registro elettronico comune e trasparente a livello dell'UE. Una volta entrato in vigore, il regolamento costituirà il primo passo verso l'introduzione di un quadro completo per la rimozione del carbonio e la riduzione delle emissioni del suolo nella legislazione dell'UE e contribuirà all'ambizioso obiettivo dell'UE di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050, come stabilito dal Regolamento (UE) 2021/1119.

96 In mancanza di una definizione univoca di *greenwashing* finanziario, le ESAs hanno lanciato una *Call for evidence* per meglio comprendere tale fenomeno. Le autorità, su esplicita richiesta della Commissione, hanno fornito una loro definizione giuridica di *greenwashing* «as a practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants» ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas\\_call\\_for\\_evidence\\_on\\_greenwashing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_call_for_evidence_on_greenwashing.pdf)). Gli organi di supervisione, come ESMA, svolgono un ruolo chiave nella prevenzione del *greenwashing*. Per maggiori dettagli sulle azioni dei supervisori, si veda il Capitolo 2.

finanziari e suggerendo azioni correttive preliminari,<sup>97</sup> in attesa del rapporto finale pubblicato il 4 giugno 2024<sup>98</sup>. Allo stesso modo, l'EBA<sup>99</sup> e l'EIOPA<sup>100</sup> hanno presentato rapporti simili nelle rispettive aree di competenza. Lo scopo delle relazioni finali è quello di fornire consulenza alla CE sui rischi di *greenwashing* e fornire una visione prospettica di come la vigilanza possa essere gradualmente rafforzata nel prossimo futuro, identificando una serie di azioni che le ANC, l'ESMA e la CE dovrebbero prendere in considerazione nei settori chiave della catena del valore degli investimenti sostenibili.

L'ESMA, in particolare, nella propria relazione finale ha raccomandato alle ANC: i) di continuare a sviluppare un approccio integrato alla supervisione della sostenibilità, ii) rafforzare e promuovere l'alfabetizzazione finanziaria degli investitori *retail*<sup>101</sup> e, infine, iii) esplorare l'impiego di strumenti tecnologici di vigilanza (*SupTech*) e di elaborazione del linguaggio naturale (PNL) per facilitare l'esame delle informazioni relative alla sostenibilità<sup>102</sup>.

Sebbene i partecipanti ai mercati finanziari siano in ultima analisi responsabili dell'affidabilità e accuratezza delle loro dichiarazioni di sostenibilità, uno degli aspetti trascurati dalla recente letteratura attiene proprio al ruolo che i *greenwashers* possono ricoprire e le diverse forme che questo fenomeno può assumere in concreto a seconda degli attori coinvolti.

L'incapacità di fornire un quadro estremamente nitido sul punto<sup>103</sup> non fa venir meno l'utilità di evidenziare quali siano state nel tempo le modalità con le quali il *greenwashing* si è manifestato nelle attività degli emittenti. Tra queste pratiche si

97 Si veda [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498\\_Progress\\_Report\\_ESMA\\_response\\_to\\_COM\\_Rfl\\_on\\_greenwashing\\_risks.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_Rfl_on_greenwashing_risks.pdf).

98 Le ESAs hanno pubblicato i loro Final Report on Greenwashing nelle rispettive aree di competenza. Si veda <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-05/a12e5087-8fd2-451f-8005-6d45dc838ffd/Report%20on%20greenwashing%20monitoring%20and%20supervision.pdf>, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699\\_Final\\_Report\\_on\\_Greenwashing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf), [https://www.eiopa.europa.eu/document/download/c5d52866-1c3f-4913-9e20-5a5f40135efa\\_en?filename=Final%20Report%20-%20EIOPA%20advice%20to%20the%20European%20Commission%20on%20greenwashing.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/document/download/c5d52866-1c3f-4913-9e20-5a5f40135efa_en?filename=Final%20Report%20-%20EIOPA%20advice%20to%20the%20European%20Commission%20on%20greenwashing.pdf).

99 Si veda [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greenwashing.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2023/1055934/EBA%20progress%20report%20on%20greenwashing.pdf).

100 Si veda <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-06/EIOPA%20Progress%20Report%20on%20Greenwashing.pdf>.

101 L'alfabetizzazione finanziaria è un processo attraverso il quale gli investitori migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie, così da rafforzarne le capacità decisionali, incentivandone la libertà e l'autonomia. Per un approfondimento sul punto si rinvia al paragrafo successivo.

102. Cfr. D. A. ZETZSCHE, M. UNTERSTELL, R. P. BUCKLEY, D.W. ARNER, *Datafication of Sustainable Finance*, in *UNSW Law & Justice*, UNSW Sydney NSW 2052 Australia, 2024 (<http://www.ssrn.com/link/UNSW-LEG.html>) in cui viene discussa l'interconnessione tra finanza sostenibile e *datafication* nell'Unione Europea, sottolineando come la regolamentazione finanziaria stimoli la raccolta e la divulgazione di dati di sostenibilità necessari per un'efficace transizione verso un'economia sostenibile. Viene inoltre evidenziata l'importanza della standardizzazione dei dati e delle infrastrutture digitali per supportare una maggiore trasparenza nel settore, facilitando così l'integrazione delle pratiche di vigilanza.

103 A livello europeo, l'azione legislativa – tuttora in fase di definizione – si caratterizza per un grado di articolazioni e stratificazione decisamente marcato, toccando diversi ambiti ed assumendo, a seconda dei casi, approcci molto diversificati.

segnalano: i) impegni ESG prematuri, l'utilizzo distorto di *green claims*<sup>104</sup>, dichiarazioni e affermazioni di intenti volutamente generiche e ingannevoli; ii) la divulgazione selettiva o l'omissione di informazioni rilevanti sull'impatto ambientale delle attività svolte; iii) l'eccessiva dipendenza da crediti verdi<sup>105</sup> a cui gli emittenti spesso ricorrono per compensare l'impatto ambientale delle proprie attività attraverso l'acquisto di crediti di CO2 o altre forme di compensazione; iv) infine, la mancanza di divulgazione trasparente, in base alla quale possono non essere fornite informazioni chiare e complete sulle attività svolte, rendono difficile per gli investitori valutare l'effettiva sostenibilità della società in cui decidono di investire e prendere decisioni più informate e consapevoli. Per garantire un mercato globalmente sano e sostenibile, gli emittenti dovrebbero fornire informazioni affidabili e i relativi prodotti ESG dovrebbero essere commercializzati e gestiti in modo tale da non tradire la fiducia degli investitori.

In questo contesto, la Direttiva UE 2022/2464 (CSRD<sup>106</sup>) entrata in vigore nel 2023 e applicabile agli esercizi dal 2024 in avanti, unitamente alla disciplina di livello 2 contenuta nei cosiddetti *European sustainability reporting standards* (ESRS<sup>107</sup>), do-

104 L'utilizzo sempre più smodato del cosiddetto *green marketing* ad opera delle imprese ha indotto il legislatore europeo a proporre una serie di aggiornamenti della normativa consumeristica volti a tutelare e responsabilizzare il consumatore affinché contribuisca attivamente alla transizione ecologica, secondo gli obiettivi del *Green Deal* europeo. Sul punto, l'entrata in vigore della Direttiva 2024/825/CE (cosiddetta *Green Claims Directive*) ha rafforzato i diritti dei consumatori nella transizione verde mediante il miglioramento della tutela delle pratiche sleali e dell'informazione. Tale provvedimento ha modificato la Direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali (UCPD) e la Direttiva 2011/83/CE sui diritti dei consumatori (CRD). Le nuove regole richiederanno modifiche significative al modo in cui molte aziende attualmente dimostrano e comunicano le loro dichiarazioni ambientali, nonché al modo in cui gestiscono le informazioni relative alle loro credenziali ambientali. Per un quadro di sintesi si rimanda al capitolo I.

105 Il *Voluntary Carbon Market* (VCM) è cresciuto enormemente negli ultimi anni. Tuttavia, questa pratica, sebbene legittima in linea teorica, è altamente controversa e i più scettici sostengono che gli accordi volontari sono poco più che elaborati meccanismi di *greenwashing*, poiché la certificazione volontaria da sola non garantisce la genuinità delle compensazioni. La mancanza di trasparenza nelle transazioni di crediti di carbonio volontario è quindi una preoccupazione trasversale e complessa che richiama l'attenzione dei supervisori. Anche se i programmi di compensazione del carbonio stanno rendendo sempre più pubbliche le informazioni sui progetti, queste non sono ancora complete. Vale la pena notare che nel 2023 è stato adottato il Regolamento (UE) 2023/956 con cui è stato istituito un meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (cosiddetta *Carbon Border Adjustment Mechanism* - CBAM) per affrontare il problema delle emissioni di gas ad effetto serra incorporate in alcune merci importate nell'UE, al fine di affrontare il rischio di rilocalizzazione delle emissioni globali di carbonio e conseguire l'obiettivo di neutralità climatica in linea con l'Accordo di Parigi. Il meccanismo dovrebbe altresì contribuire a promuovere la decarbonizzazione nei paesi terzi. A tal proposito, si veda P. DELACOTE, T. HORTY, A. KONTELEON, ET AL., *Strong transparency required for carbon credit mechanisms*, in *Nature sustainability*, 2024.

106 Direttiva (EU) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022 che modifica il Regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità. Come noto, la Direttiva 2022/2464 estende e rafforza gli obblighi di *reporting* di sostenibilità già imposti alle imprese dalla Direttiva 2014/95 (cosiddetta *Non-Financial Reporting Directive* - NFRD), concludendo un percorso intrapreso, a livello unionale, con l'Accordo di Parigi del 2015 e proseguito con il Piano di azione della Commissione europea del 2018, nonché con il *Green Deal* europeo del 2019. Le novità più rilevanti riguardano in particolare le modifiche introdotte agli artt. 19 *bis* (rendicontazione di sostenibilità) e 29 *bis* (rendicontazione consolidata di sostenibilità). Sul punto si rinvia alle evidenze di cui al I capitolo.

Da ultimo, a livello nazionale, la CSRD è stata recepita lo scorso 10 settembre 2024 mediante il D. Lgs. n. 125/2024. Esso prevede che gli enti di interesse pubblico redigano, per ogni esercizio finanziario, a partire dal 2025 (con riferimento all'esercizio 2024), e per le altre imprese (PMI quotate, ad eccezione delle micro-imprese) con riferimento ai successivi esercizi 2026, una rendicontazione di sostenibilità necessariamente inclusa in un'apposita sezione della relazione sulla gestione (a differenza di quanto previsto per la DNF dal D. Lgs. n. 254/2016, secondo il quale avrebbe potuto costituire anche una relazione distinta).

107 Al termine di un periodo di consultazione pubblica, il 31 maggio 2024 EFRAG ha reso disponibile la versione definitiva delle prime tre Guide Applicative degli ESRS: i) *Implementation Guidance 1: Materiality Assessment Implementation*

vrebbe contribuire a mitigare alcune delle problematiche sopra menzionate, introducendo obblighi di trasparenza più dettagliati sull'impatto delle imprese in relazione alla sostenibilità.

Nella previgente NFRD<sup>108</sup>, le informazioni ESG relativa a un emittente erano identificate come 'non finanziarie', in quanto non veniva attribuito loro alcun valore sul piano finanziario. Tuttavia, le più recenti iniziative europee e le attuali tendenze di mercato, volte da un lato a superare l'attuale crisi climatica e dall'altro a promuovere la transizione ecologica, hanno fatto sì che tali informazioni acquisissero rilevanza finanziaria. La CSRD ha opportunamente rinominato la rendicontazione non finanziaria in rendicontazione di sostenibilità, prevedendo che queste informazioni diventino parte integrante del *reporting* annuale delle grandi imprese e delle piccole-medie imprese di interesse pubblico, ad eccezione delle microimprese.

Per quanto riguarda la tipologia di informazioni da inserire in tali *report*, la CSRD adotta il principio della cosiddetta doppia materialità. In base a tale principio, le informazioni relative alle questioni di sostenibilità dovrebbero essere valutate da una duplice prospettiva: *impact materiality* e *financial materiality*. La prima si concentra sugli impatti soci-ambientali delle attività dell'impresa, mentre la seconda analizza come i fattori esterni legati alla sostenibilità possano influenzare le *performance* finanziarie e la resilienza delle aziende.

Come noto, il cammino della legislazione unionale verso la *due diligence* in materia di sostenibilità ambientale e diritti umani ha avuto inizio con la NFRD<sup>109</sup>. In questa prima fase, il governo societario sostenibile è stato promosso principalmente in modo indiretto imponendo obblighi di segnalazione a circa 12.000 società riguardo a rischi, impatti, misure (compresa la *due diligence*) e politiche ambientali e sociali. Tuttavia, è solo con la proposta della Commissione UE presentata nel febbraio 2022<sup>110</sup> che viene prescritto l'obbligo per le imprese di effettuare la *due diligence* lungo la loro catena del valore.

*Guidance* (MAIG); ii) *Implementation Guidance 2: Value Chain Implementation Guidance* (VCIG); iii) *Implementation Guidance 3: List of ESRS Datapoints*. Per ulteriori informazioni si veda <https://www.quotidianopiu.it/dettaglio/10919939/esrs-efrag-pubblica-le-guide-applicative-su-materialita-catena-del-valore-e-requisiti-di-informativa>.

108 Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 che modifica la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

109 Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. La NFRD costituisce pertanto una modifica della direttiva contabile, ossia della Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati ed alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della Direttiva 2006/43/CE ed abrogazione delle Direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio.

110 Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071>). Per un esame della proposta si rinvia a: C. G. CORVESE, (2023), *La proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano*, in *Orizz. dir. comm.*, pp. 1 ss.

Il 24 aprile 2024 il Parlamento europeo ha approvato la nuova Direttiva sulle misure di *due diligence* (CSDDD<sup>111</sup>) per la sostenibilità delle imprese con più di 1.000 dipendenti e un fatturato superiore a 450 milioni di euro. La Direttiva introduce l'obbligo di *due diligence* in materia di diritti umani e ambientali non solo sulle proprie attività, ma anche su quelle delle loro filiali e dei 'partner commerciali' nella loro 'catena di attività'<sup>112</sup>.

Invero, la proposta originaria della Commissione conteneva diverse disposizioni volte a integrare la sostenibilità nella *corporate governance* aziendale. Senza entrare nel dibattito che ha condotto all'adozione della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*<sup>113</sup>, basti qui ricordare come sia stato espunto il cosiddetto dovere di sollecitudine (*duty of care*) degli amministratori sancito ex art. 25 della proposta, così come il successivo art. 26 relativo alla creazione e supervisione della *due diligence*. L'impianto normativo – fortemente criticato dagli operatori di mercato nonché dalla dottrina – avrebbe dovuto introdurre un dovere di diligenza per gli amministratori, imponendo loro di tenere conto delle questioni di sostenibilità nell'adempimento del loro dovere di agire nell'interesse superiore della società. Letti congiuntamente, questi articoli avrebbero statuito la responsabilità personale degli amministratori per non aver rispettato tale dovere. Tuttavia, tali disposizioni sono state completamente eliminate nel testo finale adottato.

Sebbene la CSDDD non affronti direttamente il problema del *greenwashing*, il rispetto delle norme in questione potrebbe svolgere un ruolo importante nella tutela dei consumatori e dell'ambiente<sup>114</sup>. Più in particolare, la Direttiva mira a responsabilizzare le imprese circa gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente e garantire il loro grado di coerenza riguardo agli obblighi derivanti dalle iniziative dell'UE esistenti e alle proposte in materia di condotta responsabile delle imprese<sup>115</sup>. Di conseguenza,

111 Il testo da ultimo adottato dal Parlamento Europeo presenta modifiche significative rispetto alla proposta originaria avanzata dalla Commissione UE ([https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0329\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0329_IT.html)).

112 L'uso dei termini "partner commerciali" e "catena di attività" rappresenta una significativa deviazione rispetto alla formulazione originariamente proposta dalla Commissione, che faceva invece riferimento ai "rapporti d'affari consolidati". Oltre all'obbligo di *due diligence* in materia di sostenibilità, l'art. 1 della CSDDD enfatizza anche l'obbligo di adottare un piano di transizione per il cambiamento climatico.

113 S. ADDAMO, Le novità del testo finale della Corporate Sustainability Due Diligence Directive: un cambio di passo per la politica di sostenibilità della UE?, in NLCC, 5, 2024, 1258 ss.

114 Secondo Didier Reynders, Commissario per la Giustizia, «this proposal is a real game-changer in the way companies operate their business activities throughout their global supply chain». Sul rapporto tra CSRD e CSDDD si veda C. G. CORVESE, La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla instenibile leggerezza dello scopo sociale alla obbligatoria sostenibilità della due diligence), in Banca impr. soc., 2022, p. 400 ss.

115 Sul punto si ricorda quanto affermato dall'OECD circa la motivazione legata all'attuazione della due diligence: «Some business operations, products or services are inherently risky because they are likely to cause, contribute to, or be directly linked to adverse impacts on RBC issues. In other contexts, business operations may not be inherently risky, but circumstances (e.g. rule of law issues, lack of enforcement of standards, behaviour of business relationships) may result in risks of adverse impacts. Due diligence should help enterprises anticipate and prevent or mitigate these impacts. In some limited cases, due diligence may help them decide whether or not to go ahead with or discontinue operations or business relationships as a last resort, because the risk of an adverse impact is too high or because mitigation efforts have not been successful. Effectively preventing and mitigating adverse impacts may in turn also help an enterprise maximise positive contributions to society, improve stakeholder relationships and protect its reputation. Due diligence can help enterprises create more value, including by: identifying opportunities to reduce costs; improving understanding of markets and strategic sources of supply; strengthening management of company-specific business and operational risks; decreasing the probability of incidents relating to matters covered by the OECD

le aziende saranno obbligate a riesaminare determinati processi interni e adottare specifici standard di *due diligence* nell'ambito della CSDDD, oltre a informare il mercato, nei termini della CSR, sulle azioni intraprese.

Sulla base degli strumenti legislativi finora considerati (SFDR, la Tassonomia dell'UE, NFRD, CSRD e CSDDD) il legislatore europeo propone un ambizioso obiettivo, ovvero raggiungere un sistema integrato e innovativo di norme interconnesse tra loro nel campo della sostenibilità. Tuttavia, sebbene l'approccio sinergico delle norme sia lodevole, la pratica presenta sfide significative. La proliferazione e talvolta sovrabbondanza di regolamenti e direttive, ognuno con i propri requisiti e obiettivi specifici, rischia di generare una sovrapposizione normativa in grado di confondere le aziende con obblighi di conformità onerosi e talvolta ridondanti. La sfida, quindi, non è solo quella di stabilire norme ambiziose, ma anche di garantire che queste siano implementate in modo chiaro e coerente, facilitando una transizione sostenibile senza scoraggiare gli attuali partecipanti ai mercati finanziari.

## 2 *Greenwashing* e risparmio gestito

L'accelerazione che sta caratterizzando l'odierno *business* sostenibile ha richiesto al sistema finanziario nel suo complesso di "riorientare" i capitali privati verso attività sostenibili<sup>116</sup>. Tale circostanza evidenzia la posizione centrale oggi ricoperta, accanto agli investitori istituzionali, dell'industria del risparmio gestito e, di riflesso, dalle S.G.R. chiamate ad adottare politiche di investimento in grado di convogliare l'afflusso di risparmi privati a favore di iniziative orientate alla transizione verde.

Il risparmio rappresenta uno dei pilastri su cui poggia l'attuale struttura del mercato finanziario, pertanto, garantirne la tutela è divenuto obiettivo oramai ineludibile ai fini della salvaguardia della stabilità finanziaria e della crescita economica del mercato dei capitali<sup>117</sup>. Tuttavia, le attuali complessità rilevabili nel contesto della finanza sostenibile rischiano di ridurre il livello di fiducia degli investitori e conseguentemente ostacolare l'allocazione di ingenti flussi di capitale verso investimenti sostenibili.

In risposta a tali criticità, ESMA ha ribadito nella relazione finale in materia di *greenwashing* la centralità delle iniziative da parte delle ANC volte a implementare l'alfabetizzazione finanziaria, indispensabile per aumentare la consapevolezza dei rischi di *greenwashing* e garantirne la protezione. Pertanto, rafforzare l'autonomia degli investitori diventa cruciale, poiché consente loro di prendere decisioni di investimento informate e di partecipare attivamente al finanziamento della transizione verso una

Guidelines for MNEs; and decreasing exposure to systemic risks. An enterprise can also carry out due diligence to help it meet legal requirements pertaining to specific RBC issues, such as local labour, environmental, corporate governance, criminal or anti-bribery laws». OECD, OECD due diligence guidance for responsible business conduct, 2018, spec. p. 16, in <http://mneguidelines.oecd.org/OECD-Due-Diligence-Guidance-for-Responsible-Business-Conduct.pdf>.

116 Sul ruolo attivo e propulsivo del settore privato si veda F. RIGANTI, La gestione "sostenibile" del "risparmio gestito". Divagazioni sull'articolo 47 della Costituzione (e non solo), in *Contratto e impresa Europa*, p. 505 ss.

117 COMMISSIONE EUROPEA, COM (2020) 280 final, 24 luglio 2020, p. 9. Si veda, anche, il Summary Report of the Public Consultation on the Review of MiFID II/MiFIR by the European Commission, 2020.

nuova economia circolare, resiliente e sostenibile. Con ciò, si badi bene, non si vuole suggerire che la tutela dei risparmiatori passi attraverso l'autoresponsabilità degli stessi quanto, piuttosto, favorire un miglioramento del livello culturale dei risparmiatori e prevenire che il loro ruolo venga sottovalutato, o, al contempo, "sfruttato" attraverso l'offerta di prodotti e servizi mendaci da parte delle imprese.

L'industria del risparmio gestito sta attraversando una fase di profonda trasformazione, in seguito alle incalzanti normative europee volte a promuovere investimenti sostenibili e a recuperare la fiducia dei risparmiatori. L'approccio della Commissione è funzionale a riorientare il capitale privato verso investimenti più sostenibili e proattiva rispetto a una visione di lungo termine del sistema economico-finanziario<sup>118</sup>.

Le tematiche legate alla sostenibilità hanno avuto un impatto significativo anche in quest'ambito, interessando i fondi di investimento e i loro gestori che negli ultimi dieci anni hanno aumentato significativamente la considerazione dei fattori ESG nelle loro strategie. Questi ultimi, in seguito all'interesse crescente dimostrato dagli investitori, unitamente alla forte concorrenza sleale sul punto, hanno subito pressioni significative tali da spingerli a creare (o anche a riclassificare) strumenti di investimento per allinearsi a tali nuove esigenze.

I gestori svolgono un ruolo centrale nell'ecosistema delle informazioni relative alla sostenibilità, in quanto devono acquisire ed elaborare dati ESG che siano pertinenti, comparabili e utili per le decisioni di investimento, al fine di valutare e monitorare i rischi, i progressi e le *performance* delle società. Pertanto, qualsiasi divulgazione a livello di impresa e di prodotto fatta dai gestori riguardante la sostenibilità dipende in buona parte dalla qualità, dall'affidabilità e dall'accuratezza dei dati ESG<sup>119</sup>.

L'insufficiente standardizzazione e una varietà di approcci alla sostenibilità hanno esposto gli investitori al dettaglio a *green claims* del tutto nuovi, spesso privi di fondamento e potenzialmente rischiosi. Le condotte ascrivibili al *greenwashing* variano in termini di portata e gravità: dall'uso inappropriato di termini specifici relativi alla sostenibilità utilizzati in un documento di offerta, a dichiarazioni errate sugli impegni di un'entità, fino a pratiche di *marketing* ingannevoli che travisano deliberatamente l'impatto di un prodotto.

Il *greenwashing* può verificarsi in qualsiasi fase dell'interazione tra un investitore *retail* e le società di gestione del risparmio, oppure nel ciclo di vita dei fondi di investimento; esso può emergere frequentemente nella fase precontrattuale a causa di comunicazioni inadeguate o fuorvianti, dovute sia a errori accidentali che a intenti ingannevoli che nella documentazione e nelle informative disponibili e accessibili sui siti *web* o rilasciate da terze parti. Episodi di *greenwashing* possono altresì verificarsi

118 Cfr. AA.VV., *ESGmakers, guida ai professionisti della sostenibilità*, [www.esgnews.it](http://www.esgnews.it), 2024, hanno invece evidenziato come la ricerca di un modello sostenibile dell'economia sia recentemente oggetto di crescenti opposizioni e perplessità, a causa di fattori globali, tra cui la crisi economica generalizzata e l'invasione dell'Ucraina, i quali hanno comportato una rivalutazione delle priorità in nome della sopravvivenza delle imprese.

119 Problematica da non sottovalutare, in questi casi i gestori di fondi agirebbero in qualità di diffusori (*spreaders*) e potrebbero essere accusati di *greenwashing* inconsapevole lungo la catena del valore degli investimenti sostenibili (SIVC).

*ex post* nella fase successiva all'investimento, a causa di dati incompleti o non standardizzati provenienti dalle società partecipate. Ciò potrebbe verificarsi durante la rendicontazione, per esempio, a causa di una revisione errata o incompleta delle attività di investimento o della *sustainability reporting*, ma anche durante la gestione dei reclami, specialmente quando vi è una mancanza di chiarezza riguardo ai tempi e agli obiettivi di sostenibilità indicati nel prospetto.

Nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, il *greenwashing* si manifesta attraverso esagerazioni o messaggi poco trasparenti da parte di un gestore sia nei confronti di temi sensibili legati all'ambiente e alla solidarietà sociale sia a livello di prodotti finanziari offerti. Il primo caso, si verifica quando un *asset manager* promuove (o meglio pubblicizza) iniziative *green* sul proprio sito *web*, ma non integra effettivamente tali obiettivi nei processi di investimento dei propri fondi e non fornisce chiare spiegazioni sul reale orientamento dei prodotti. Uno studio separato condotto sui gestori attivi firmatari dei *Principles for Responsible Investment* (PRI) ha rilevato che solo un numero limitato di fondi ha migliorato i propri punteggi ESG, mentre molti altri utilizzano lo *status* di PRI per attrarre con successo capitali senza apportare modifiche degne di nota ai propri investimenti. L'affiliazione ai PRI tende a essere ampiamente pubblicizzata sui siti *web* delle società, sui materiali di *marketing* e sui documenti dei fondi. Nel secondo caso, il *greenwashing* si estende alla denominazione dei fondi che includono riferimenti ai fattori ESG senza che vi sia un reale allineamento tra la nomenclatura utilizzata e gli obiettivi ovvero le strategie di investimento portate avanti. Spesso, i *product managers* e altri professionisti della distribuzione scelgono nomi dei fondi che catturino l'interesse degli investitori, sfruttando parole chiave relative a un mercato o a una tendenza di investimento in auge. Con l'aumento della domanda di prodotti sostenibili, questa forma di *greenwashing* è diventata particolarmente diffusa e pericolosa. La denominazione "fondi ESG" rappresenta un potente strumento di *marketing* in grado di richiamare l'attenzione e stimolare l'interesse dei risparmiatori. Le pressioni competitive provenienti dal mercato hanno indotto i gestori a utilizzare una terminologia progettata in modo tale da attrarre gli *asset* degli investitori, portando in alcune circostanze al *greenwashing* nei nomi dei fondi.

Nel tentativo di affrontare tali criticità, nel corso del 2023, ESMA ha avviato una consultazione pubblica che intendeva valutare nel merito i nomi dei fondi che includono qualsivoglia riferimento ai fattori ESG<sup>120</sup>. L'obiettivo in questo caso è duplice: da un lato garantire che gli investitori siano protetti da affermazioni puramente ingannevoli e, dall'altro, fornire ai gestori patrimoniali criteri chiari e misurabili per valutare la loro capacità di utilizzare termini ESG e suggerire un utilizzo più oculato e appropriato della terminologia in questione. Utilizzando un nuovo set di dati con informazioni storiche su 36.000 fondi, l'ESMA ha rilevato che i fondi utilizzano sempre più spesso un linguaggio relativo ai fattori ESG e che gli investitori preferiscono i fondi contenenti rimandi alla sostenibilità nella denominazione<sup>121</sup>. Ad esito delle risposte

120. <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related>.

121 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931\\_ESG\\_names\\_and\\_claims\\_in\\_the\\_EU\\_fund\\_industry.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-524821-2931_ESG_names_and_claims_in_the_EU_fund_industry.pdf).

alla consultazione, il 14 maggio 2024 l'ESMA ha pubblicato il *Final Report* sulle linee guida per i fondi di investimento che utilizzano la terminologia ESG e relativa alla sostenibilità nelle denominazioni<sup>122</sup>. I nuovi orientamenti suggeriscono che per poter utilizzare questi termini<sup>123</sup>, una soglia minima dell'80% degli investimenti dovrebbero essere utilizzati per soddisfare caratteristiche ambientali, sociali o obiettivi di investimento sostenibile in conformità con gli elementi vincolanti della strategia di investimento del prodotto, come divulgato nella SFDR modello precontrattuale (Allegati II e III del Regolamento delegato (UE) 2022/1288).

Negli ultimi anni, l'UE ha adottato un approccio normativo atto a promuovere una maggiore trasparenza e responsabilità da parte degli *asset managers*, contribuendo così a prevenire il *greenwashing*. Un gestore patrimoniale competente deve investire in titoli il cui rendimento non sia messo a repentaglio da rischi climatici non considerati o sottaciuti dall'emittente. In questa logica le autorità nazionali di regolamentazione hanno iniziato a rivedere i processi e le pratiche dei gestori rispetto alle loro divulgazioni, comunicazioni e altri impegni assunti relativi alla sostenibilità. Al tal proposito, nel 2022, CONSOB ha pubblicato i risultati di un'indagine tematica su un gruppo di gestori attivi operanti in Italia per valutare la qualità dei requisiti di condotta aziendale e dell'informativa di sostenibilità (non finanziaria) pubblicata dagli emittenti<sup>124</sup>.

Come noto, all'origine dell'accelerazione europea vi è il Regolamento SFDR<sup>125</sup> unitamente al Regolamento Tassonomia<sup>126</sup>, entrambi perseguiti il comune obiettivo di aumentare i flussi informativi nei confronti degli investitori e contrastare il fenomeno del *greenwashing* (costituenti la cosiddetta normativa di livello 1). Nel Piano di azione 2018 la tassonomia ha rilevanza centrale, posto che al sistema definitorio in esso contenuto fanno riferimento le attuali normative in materia di finanza sostenibile.

122 Si veda il documento disponibile al sito [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440\\_Final\\_Report\\_Guidelines\\_on\\_funds\\_names.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-05/ESMA34-472-440_Final_Report_Guidelines_on_funds_names.pdf).

123 EFAMA (European Fund and Asset Management Association) ha recentemente espresso preoccupazioni riguardo agli Orientamenti ESMA sui nomi dei fondi ESG, evidenziandone l'incongruenza normativa con le altre regolamentazioni, in particolare rispetto al *Green Bond Standard UE*. L'associazione teme che queste nuove regole possano ridurre il mercato dei *green bond*, rallentare la transizione energetica e ostacolare il finanziamento di progetti verdi. Inoltre, l'associazione sottolinea che l'eccessiva complessità normativa potrebbe compromettere la competitività dell'UE nel settore della finanza sostenibile. (per ulteriori informazioni: <https://www.focusrisparmio.com/news/fondi-esg-efama-esma-green-bond-eu-transizione-energetica> nonché <https://www.efama.org/newsroom/news/fund-naming-guidelines-put-growth-corporate-green-bond-sector-risk>).

124 Per ulteriori approfondimenti si rinvia a S. ANCHINO, A. CIAVARELLA, P. DERIU, ET. AL., Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia. Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di *stewardship* da parte dei gestori di attivi, Quaderno di finanza sostenibile n. 2, 2022.

125 Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

126 Il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili ha modificato il Regolamento (UE) 2019/2088 riguardante l'informativa precontrattuale prevista nella documentazione d'offerta degli OICR. Inoltre, ha introdotto la tassonomia delle attività economiche ecocompatibili, e quindi sostenibili per il loro allineamento agli obiettivi ambientali e sociali dell'UE. Conformemente a tale regolamento, le imprese non finanziarie sono tenute a pubblicare informazioni riguardanti la percentuale del fatturato derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche allineate alla tassonomia, nonché la quota di spese in conto capitale (*Capex*) e spese operative (*Opex*) relative ad attivi o processi in linea con la suddetta tassonomia. Le imprese finanziarie, invece, devono divulgare indicatori chiave di performance (*Key Performance Indicator - KPI*) che esprimano la percentuale di allineamento alla tassonomia degli *asset* in gestione. Questo KPI è calcolato come il rapporto tra gli investimenti e le attività finanziarie allineati alla tassonomia (al numeratore) e il totale degli investimenti e delle attività finanziarie (al denominatore).

Il Regolamento Tassonomia ha introdotto un sistema di classificazione della sostenibilità avente fondamento scientifico, grazie al quale è stato possibile distinguere le attività economiche sostenibili dalle altre attività economiche, al fine di stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento. Un'attività economica è considerata sostenibile dal punto di vista ambientale se contribuisce in modo significativo al raggiungimento di uno o più degli obiettivi elencati ex art. 9 del TR, al contempo senza arrecare danni significativi a nessuno degli altri. Questo principio, noto come *Do Not Significant Harm* (DNSH), costituisce un pilastro fondamentale del quadro legislativo dell'UE<sup>127</sup> e si traduce in una valutazione della conformità delle iniziative di sostegno con la tassonomia delle attività ambientalmente sostenibili. Gli obiettivi attualmente previsti dalla normativa comunitaria sono dunque, al momento, solo quelli di stampo ambientale, manca invece una tassonomia sociale<sup>128</sup> in grado di guidare gli investitori nella quantificazione dei rischi connessi agli aspetti sociali nelle strategie di investimento, a causa della mancanza di giudizi e *rating* ESG coerenti nelle valutazioni delle ricadute sociali<sup>129</sup>.

Uno degli obiettivi della tassonomia UE è quello di orientare il comportamento delle imprese verso investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale, stabilendo criteri uniformi per distinguere gli emittenti verdi da quelli non verdi e per promuovere la convergenza degli investimenti privati verso attività sostenibili.

Il recepimento di tale *corpus* normativo è stato complesso e le istituzioni comunitarie hanno demandato la specificazione degli obblighi e principi generali alla disciplina di livello 2 contenuta nei *Technical Screening Criteria* (TSC) e nei *Regulatory Technical Standard* (RTS)<sup>130</sup>. L'intenzione era all'evidenza quella di incentivare la trasparenza a beneficio degli investitori *retail* e introdurre un regime di *disclosure* comune.

127 Il filtro del DNSH è incorporato in diversi atti legislativi sulla finanza sostenibile, in quanto rappresenta un elemento chiave del Regolamento TR, del Regolamento SFDR nonché del Regolamento sui *Benchmark*. (Sul punto si rinvia a: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281\\_Note\\_DNSH\\_definitions\\_and\\_criteria\\_across\\_the\\_EU\\_Sustainable\\_Finance\\_framework.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA30-379-2281_Note_DNSH_definitions_and_criteria_across_the_EU_Sustainable_Finance_framework.pdf))

128 Come per la Tassonomia ambientale, la definizione di una tassonomia sociale risulta necessaria per garantire che i capitali finanziari si rivolgano ad attività connotate da un elevato potenziale sociale e che la transizione *green* non abbia ripercussioni negative su determinate categorie di lavoratori e imprese. Tuttavia, in questo caso si paventano difficoltà di tipo metodologico. In primo luogo, non vi è omogeneità negli approcci adoperati per definire gli obiettivi sociali, come già rilevava il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) nel 2022 (Parere 2022/C486/03). In secondo luogo, è assai difficile individuare criteri e metriche uniformi per stabilire soglie ed obiettivi. Diversamente dalle attività economiche, per le quali esistono metriche standardizzate e misurabili (ad esempio il livello di CO<sub>2</sub> è misurabile per via strumentale in modo piuttosto preciso) così non per gli scopi sociali in quanto richiedono criteri qualitativi e quantitativi piuttosto complessi, spesso difficili da standardizzare. La mancanza di un consenso uniforme su come misurare e raggiungere tali obiettivi rappresenta pertanto un ostacolo significativo. Ad esempio, mentre alcuni Stati possono avere disposizioni rigorose circa le condizioni di lavoro, altri potrebbero garantire standard e tutele più basse. Attualmente, la Commissione, insieme al *Platform on Sustainable Finance*, sta lavorando per sviluppare una prima bozza di *Social Taxonomy*. L'obiettivo finale è creare un quadro che promuova gli investimenti in attività che non solo siano sostenibili dal punto di vista ambientale, ma che contribuiscano anche al benessere sociale, migliorando la qualità della vita e riducendo le disuguaglianze. Sul punto si veda: [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf).

129 LABORATORIO REF RICERCHE, *Cittadini, lavoratori e comunità locali: la prossima frontiera della Tassonomia UE*, 2022, in <https://laboratorioref.it/tassonomia-europea-e-settore-idrico-ora-tocca-agli-aspetti-sociali/>.

130 Il Regolamento (UE) 2022/1288 integra il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio sotto due aspetti: i) *reporting* degli impatti negativi *entity level*, includendo la *disclosure* dei principali impatti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità, compresi indicatori dettagliati per gli impatti ambientali e sociali;

Nel contesto specifico del risparmio gestito, la Commissione europea ha invece emanato il Regolamento (UE) 2021/1255<sup>131</sup> e la Direttiva delegata n. 2021/1270<sup>132</sup> così da integrare i rischi ESG nel *framework* dei gestori patrimoniali nei loro processi di *due diligence*. Tuttavia, il quadro appena delineato – sebbene rappresenti un importante passo in avanti rispetto alla condizione di previgente eterogeneità – è in continuo divenire e non ha ancora determinato il raggiungimento di un risultato pienamente soddisfacente.

Malgrado la *ratio* della normativa, la prassi ha interpretato le nuove regole come se fossero finalizzate a introdurre una vera e propria classificazione dei fondi di investimento sulla base degli artt. 6, 8 e 9 SFDR, anziché focalizzarsi sull'andamento degli obblighi informativi in base al livello dichiarato di sostenibilità del prodotto finanziario. In particolare, l'art. 6 impone agli operatori di integrare le considerazioni dei rischi ESG nel processo decisionale di investimento nonché spiegare quando tali rischi non siano rilevanti, i fondi ex art. 8 promuovono invece caratteristiche ambientali e/o sociali (cosiddetti fondi *light green*) e hanno un livello di esposizione verso la sostenibilità minore rispetto ai fondi ex art. 9 che viceversa, promuovono investimenti propriamente sostenibili (cosiddetti fondi *dark green*). In assenza di un regime di etichettatura a livello UE per i fondi ESG, alcuni gestori hanno utilizzato gli artt. 8 e 9 come *proxy labels* con finalità di comunicazione. Come precisato da ESMA, il Regolamento SFDR non è stato concepito quale regime di etichettatura; di fatto, non include il tipo di requisiti solitamente associati alle etichette volontarie, suscitando ulteriori preoccupazioni di potenziale *greenwashing*.

Subito dopo l'introduzione del SFDR molti prodotti già esistenti sono stati riclassificati alla luce del nuovo art. 8 mentre i nuovi sono stati classificati all'interno dell'art. 9. Di fatto, i gestori hanno sfruttato i margini di discrezionalità della normativa, per attrarre gli investitori verso prodotti falsamente dichiarati *green* e manipolarne i processi di scelta. Tuttavia, a seguito dell'implementazione del livello 2 e dei chiarimenti normativi<sup>133</sup>, si è verificato un decisivo cambio di rotta: i gestori hanno adottato un approccio più prudente rispetto al passato, nelle more di una migliore comprensione di quelli che sono i requisiti e gli obblighi per poter connotare un prodotto come sostenibile. Molti fondi, in precedenza classificati come *dark green*, sono stati declassati e retrocessi a *light green*. Un fenomeno interessante che emerge in questa fase è il

ii) informativa precontrattuale, *web* e periodica sui prodotti applicabili a prodotti "*light green*" e "*dark green*", compreso il concetto di «non arrecare un danno significativo».

131 Il Regolamento delegato (UE) n. 2021/1255 della Commissione del 21 aprile 2021 sui fondi di investimenti alternativi, modifica il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 relativo ai rischi di sostenibilità e i fattori ESG di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto.

132 La Direttiva delegata n. 2021/1270 sui fondi di investimento UCITS, ha emendato la Direttiva n. 2010/43/UE per quanto riguarda i rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tener conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

133 In particolare, a livello comunitario sono state pubblicate delle apposite Q&A, ad esito di un tavolo di lavoro che ha coinvolto le ESAs. A livello nazionale, la CONSOB ha pubblicato, nel 2021, un documento Q&A con l'obiettivo di chiarire quali siano gli obblighi in materia di informativa precontrattuale sui prodotti che rientrano nell'applicazione del Regolamento *Disclosure*; mentre la Banca d'Italia, con comunicazione del 17 marzo 2021, si è limitata ad esprimere il proprio allineamento alle indicazioni contenute nei RTS.

cosiddetto *greenbleaching*<sup>134</sup>, ovvero la tendenza a evitare di qualificare un prodotto come *green* per evitare potenziali rischi legali e costi aggiuntivi associati alla classificazione erranea di un fondo come sostenibile. Gli esperti del *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG) hanno indicato nel proprio parere rivolto all'ESMA che: «*the phenomenon of "greenbleaching" is often the result of fund managers preferring to err on the cautious side: if insufficient ESG data are available, or if certain ESG data is considered insufficiently reliable, fund managers may prefer not to make any ESG claims, to make sure that they cannot be accused of greenwashing*» (Advice to ESMA, 2023, p. 9).

La fotografia del settore dei fondi sostenibili in Italia è ricavabile dalla Mappa trimestrale del risparmio gestito curata da Assogestioni. I fondi aperti sostenibili hanno archiviato per la prima volta il secondo trimestre 2023 con raccolta negativa (- 1,592). Tuttavia, motivo di riflessione sono soprattutto i numeri dei fondi ex art. 8 SFDR, pari a - 1,756 miliardi, mentre in leggero rialzo, (anche se di poco) quella dei fondi ex art. 9 SFDR, pari a 164 milioni. Complessivamente i fondi ai sensi degli artt. 8 e 9 SFDR hanno raggiunto nel secondo trimestre 2023 masse pari a 483 miliardi, cifra superiore rispetto alle masse del primo trimestre (467 miliardi) e superiore anche rispetto ai 427 miliardi dell'ultimo trimestre 2022. In particolare, i fondi *light green* hanno superato i 453 miliardi, rappresentando quasi il 94% dei fondi sostenibili. I fondi *dark green* che seguono politiche di investimento più stringenti, invece, hanno superato i 29 miliardi (oltre il 6 %).

### 3 *Greenwashing* e intermediari

Le imprese di investimento e i consulenti finanziari svolgono un ruolo chiave nell'orientare i flussi di capitale verso scelte più sostenibili. Del resto, come abbiamo visto, il potenziamento dei flussi informativi non appare sufficiente a riorientare il capitale degli investitori verso investimenti sostenibili. In questo scenario – attraverso la fornitura di servizi di consulenza e gestione di portafogli – essi si interfacciano direttamente con i risparmiatori e possono svolgere un ruolo decisivo nel colmare il divario tra i valori degli investitori e le loro scelte di investimento<sup>135</sup>.

134 Il 16 marzo 2023 il SMSG si è espressa su alcuni aspetti delle attuali normative sul *greenwashing* e sul nuovo tema del *greenbleaching*. Gli esperti del gruppo consultivo – a cui si appoggia all'ESMA – hanno rilevato che, sebbene questa pratica potrebbe non essere sanzionabile in termini di *greenwashing*, è comunque da monitorare la frequenza con la quale avviene per garantire che la legislazione sul tema della finanza sostenibile raggiunga i suoi obiettivi. Inoltre, il SMSG ha evidenziato che il declassamento dei fondi ex art. 9 costituisce un esempio di come le incertezze normative e la mancanza di chiarezza su ciò che costituisce un investimento sostenibile possano portare i gestori patrimoniali verso il fenomeno del *greenbleaching* unitamente ad una minore trasparenza e chiarezza per gli investitori *retail*. Si veda sul punto [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551\\_SMSG\\_additional\\_report\\_on\\_greenwashing.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551_SMSG_additional_report_on_greenwashing.pdf)

135 Gli investitori *retail*, che invece hanno scelto di prescindere dall'assistenza di intermediari e consulenti finanziari, spesso si affidano al *web* ed ai *social media* per reperire informazioni sui prodotti finanziari e, eventualmente, procedere con gli acquisti. Tuttavia, questa pratica, se non supportata da una ricerca accurata, può essere estremamente rischiosa. Le conseguenze possono andare oltre le ripercussioni economiche individuali, minacciando il corretto funzionamento dei mercati finanziari e l'attuazione degli obiettivi di sostenibilità. Il rischio si amplifica con la diffusione di pratiche di *greenwashing*, attraverso le quali le imprese utilizzano la rete per diffondere informazioni fuorvianti sulla loro sostenibilità. Questa crescente dipendenza dagli strumenti digitali sottolinea l'urgente necessità di una riforma regolatoria per proteggere gli investitori e preservare l'integrità dei mercati. Per un approfondimento sul tema

Tuttavia, l'introduzione di obiettivi non finanziari accanto a quelli di natura più propriamente finanziaria comporta al contempo una maggiore discrezionalità per gli intermediari, che potrebbero prendere scelte destinate a risolversi a danno dei clienti. La possibilità di cogliere nuove opportunità di investimento spinge sempre più spesso a incrementare la disponibilità di prodotti e servizi finanziari orientati alla sostenibilità, ma ciò può anche agevolare la commercializzazione di prodotti che non sono in linea con il profilo dei clienti a cui vengono proposti. La dinamica di fondo che, in fin dei conti, condiziona tutte le altre, determinandone a cascata la curvatura, potrebbe essere ricondotta al ruolo cosiddetto "politico" ricoperto dagli intermediari. In sostanza, orientare i flussi di capitale verso la crescita sostenibile, governare i rischi finanziari legati al cambiamento climatico, e favorire un approccio *long term* delle attività finanziarie, diventano gli elementi fondanti della strategia attraverso la quale si realizza la politica della sostenibilità, in grado di ispirare la futura crescita economica<sup>136</sup>.

Come è stato evidenziato da ESMA, vi sono pratiche di vendita errata che possono verificarsi nel processo di consulenza in materia di investimenti e nella gestione di portafoglio. Queste pratiche includono l'uso dei fattori ESG per vendere prodotti propri o più costosi, generare un'eccessiva attività di negoziazione nei portafogli dei clienti o rappresentare in modo fuorviante prodotti/strategie come rispondenti alle preferenze ESG.

I servizi di investimento sono da sempre caratterizzati da una strutturale disparità informativa tra investitori e intermediari specializzati in virtù del vantaggio conoscitivo di cui i primi godono. Recentemente, in tema di finanza sostenibile, è emerso il rischio che le società di intermediazione mobiliare sfruttino questa crescente disinformazione a proprio vantaggio. Ciò potrebbe influenzare non solo le scelte individuali, ma anche avere effetti pericolosi a livello sistemico. Difatti, il timore di compiere scelte di investimento errate, scoraggia i futuri risparmiatori dall'investire, rallentando anziché incentivare la transizione verso un'economia più *green*, resiliente e circolare a lungo termine.

Per affrontare tali dinamiche, la Commissione europea ha introdotto regole di condotta più rigorose per gli intermediari al fine di prevenire eventuali condotte fraudolente e ha rafforzato la tutela degli investitori nell'ambito della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)<sup>137</sup>. Successivamente, ha modificato e integrato le disposizioni di livello 2

si veda F. CAPRIGLIONE, *Le cryptoattività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3, 2022, p. 225 ss.

136 F. VELLA, *op. cit.*, p. 5.

137 Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE.

contenute nel Regolamento (UE) 2017/565 con il Regolamento (UE) 2021/1253<sup>138</sup>, unitamente alla Direttiva (UE) 2021/1269<sup>139</sup>, al fine di integrare i fattori, i rischi e le preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

Il *framework* normativo in materia di ESG ha imposto una revisione delle attuali metodologie impiegate dagli intermediari e consulenti finanziari così da favorire un cambiamento culturale e comportamentale verso scelte finanziarie più responsabili e consapevoli<sup>140</sup>. I rischi ESG hanno natura trasversale e incidono su ciascuna delle tradizionali voci di rischio delle istituzioni finanziarie. A fronte di ciò le recenti modifiche normative, in particolare, hanno stabilito una serie di obblighi, tra cui: i) l'obbligo in capo agli operatori finanziari di integrare la sostenibilità nelle attività di *product oversight and governance*; ii) il corrispondente dovere per i consulenti finanziari di tener conto delle preferenze di sostenibilità dei propri clienti durante il processo di profilazione e valutazione dell'adeguatezza delle proposte; iii) infine, il dovere a carico delle SIM di integrare le tematiche ESG tra i rischi aziendali e nel processo di investimento.

Il risultato ultimo delle recenti riforme in atto è dunque quello di introdurre un nuovo standard di correttezza, sensibile alla tutela degli interessi ESG, destinato a orientare le scelte ai vari livelli operativi delle decisioni di investimento, della consulenza, della *governance* dei prodotti finanziari.

Con le modifiche introdotte dal Regolamento 2021/1253 le preferenze di sostenibilità della clientela sono definitivamente entrate a far parte della valutazione di adeguatezza in sede di profilazione da parte dell'intermediario. Conseguentemente, dal 2 agosto 2022, nei cosiddetti questionari MiFID, sono state aggiunte domande specifiche inerenti alle preferenze di sostenibilità, finalizzate a strutturare il profilo di rischio del cliente e indirettamente promuovere investimenti sostenibili. In breve, il cliente o potenziale cliente potrà decidere se integrare o meno nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari: a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del Regolamento Tassonomia; b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o il potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 17, del SFDR; c) uno strumento finanziario che consideri i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità, laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tali caratteristiche sono determinati dal cliente o potenziale cliente.

138 Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

139 Direttiva delegata (UE) 2021/1269 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la Direttiva delegata (UE) 2017/593 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità negli obblighi di *governance* dei prodotti.

140 Al fine di monitorare l'attuazione delle previsioni unionali in materia di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi d'investimento da parte degli intermediari, la CONSOB ha pubblicato, nel luglio 2024, il richiamo di attenzione n. 1/2024 sull' 'adeguamento agli obblighi in materia di finanza sostenibile nella prestazione dei servizi di investimento' (<https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2024/07/Richiamo-di-attenzione-Consob-25-luglio-2024-n.-1.pdf>).

In occasione della pubblicazione delle nuove Linee Guida, l'ESMA ha chiarito che «al fine di aiutare i clienti a comprendere il concetto di "preferenze di sostenibilità" introdotto all'art. 2, paragrafo 7, del Regolamento delegato MiFID II e le scelte da compiere in tale contesto, [...] le imprese dovrebbero spiegare in modo chiaro, evitando un linguaggio tecnico, i termini e le distinzioni tra i diversi elementi della definizione di preferenze di sostenibilità, elencati alle lettere da a) a c), dell'art. 2, paragrafo 7, nonché tra questi prodotti e quelli privi di tali caratteristiche di sostenibilità. Le imprese dovrebbero inoltre spiegare i termini e i concetti utilizzati nel fare riferimento ad aspetti ambientali, sociali e di *governance* [...]. Nel corso dell'intero processo, le imprese dovrebbero adottare un approccio neutrale e obiettivo in modo da non influire sulle risposte dei clienti»<sup>141</sup>.

Tuttavia, l'intervento legislativo non è esente da criticità applicative. In primo luogo, l'attuale concetto di preferenze in materia di sostenibilità è percepito come privo di chiarezza. Infatti, se le prime due categorie a) e b) di strumenti finanziari fanno riferimento alle informative ESG esistenti nel quadro della finanza sostenibile dell'UE, invece la terza categoria c) fa un ampio riferimento a strumenti finanziari che promuovono altri *principal adverse impacts* (PAIs) che non sono strettamente collegati ai PAIs SFDR e può quindi essere interpretata come comprensiva di qualsiasi metrica ESG, provocando confusione<sup>142</sup>. In secondo luogo, oltre alla difficoltà di spiegare tali concetti agli investitori, la MiFID II può essere complessa da attuare in quanto si basa su regole ancora in evoluzione, e soprattutto quando si considerano concetti provenienti dalla SFDR e dalla Tassonomia emergono complicanze. In definitiva, se le preferenze di sostenibilità non sono compatibili con i prodotti finanziari offerti, possono verificarsi effetti negativi come bolle speculative sugli *asset green* e i casi di *greenwashing* potrebbero aumentare.

Il recepimento del complesso quadro normativo sopra delineato ha comportato rilevanti modifiche dell'intero processo organizzativo e distributivo per integrare e valorizzare i fattori ESG già in sede di *product governance*. Come è noto, tale modello presuppone una selezione *ex ante* dei prodotti finanziari destinati agli investitori *retail* e impone agli intermediari produttori, prima, e agli intermediari distributori, poi, di proporre ai clienti solo prodotti parametrati al loro specifico grado di conoscenza ed esperienza, alla situazione finanziaria e alla capacità patrimoniale di sopportare perdite. Conseguentemente, i *manufacturer* devono considerare i fattori ESG nel processo di *product governance* ai fini della identificazione del *target market* potenziale dei prodotti realizzati, nonché in sede di revisione degli stessi. Inoltre, in un secondo momento, nasce il corrispondente dovere dei distributori di assicurare la coerenza, in termini di

141 Le nuove Linee Guida su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II sono state pubblicate il 23 settembre 2022. Dal 3 aprile 2023 sono disponibili le traduzioni ufficiali. ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172\\_Guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_MiFID\\_II\\_suitability\\_requirements\\_IT.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf)).

142 Per un approfondimento sul tema della profilazione e della rilevazione delle preferenze di sostenibilità richieste dal Regolamento (UE) 2021/1253 si veda D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, *Quaderno di finanza sostenibile* n. 3, 2022; F. ANDRIA, N. LINCIANO, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in CONSOB - *Discussion papers* n. 11, 2022.

preferenze di tipo ESG, del *target market* effettivo con i relativi strumenti offerti o raccomandati, anche ai fini della revisione della propria gamma prodotti.

Se sul fronte della produzione sono evidenti già da tempo profondi cambiamenti, soltanto in questi ultimi anni abbiamo iniziato a disporre per la fase di distribuzione - in seguito all'entrata in vigore della revisione della MiFID II - di un volume crescente di dati sulle preferenze di sostenibilità. In ogni caso continua a persistere un divario in termini di conoscenza delle tematiche ESG a fronte delle continue incertezze normative che rimangono complesse anche per gli addetti ai lavori. In questo scenario molti questionari presentano ancora lacune rispetto ai requisiti di MiFID II e vi è la tendenza a ripetere gli stessi errori del settore dell'*asset management*, basando le valutazioni principalmente su *rating* ESG invece che sulla misurazione degli investimenti sostenibili (categorie a e b). Gli intermediari finanziari sono obbligati a tener conto delle preferenze ESG da parte dei clienti nella scelta dell'investimento e, a tal fine, utilizzano il punteggio attribuito a ciascun emittente per decidere se quell'impresa possa essere o meno destinataria dell'investimento stesso<sup>143</sup>.

Ovviamente entrambi i ruoli hanno dei risvolti pratici sulle diverse condotte ascrivibili in termini di *greenwashing*. I produttori solitamente non hanno un contatto diretto con il cliente, e questo provoca, già in fase di progettazione del prodotto, le prime distorsioni che successivamente si diffonderanno, attraverso i vari canali di informativa precontrattuale, nelle varie fasi del ciclo di vita del prodotto, fino ad arrivare all'investitore. Dall'altra parte, invece, i distributori dovranno rivedere l'identificazione del *target market* e la strategia di distribuzione del produttore alla luce delle esigenze dei clienti.

Al fine di offrire una casistica delle ipotesi più rilevanti di condotte ascrivibile al fenomeno del *greenwashing* nel contesto dei servizi di investimento, occorre rilevare che dichiarazioni ingannevoli si verificano prevalentemente a livello di prodotto finanziario e, in misura minore, a livello di entità. Le situazioni che destano maggiori preoccupazioni concernono le affermazioni fuorvianti sulla strategia e sulle metriche ESG prescelte. A rendere un'affermazione sulla sostenibilità falsa o ingannevole possono concorrere una serie di attributi, tra cui l'incoerenza, l'esagerazione, l'ambiguità, la denominazione e omissioni selettive per lo più trasmesse nei materiali di *marketing*, ma anche nei documenti precontrattuali (KIDs).

Alcuni meccanismi precedentemente esaminati in relazione a emittenti e gestori patrimoniali, risultano altrettanto rilevanti nei servizi di investimento. Ad esempio, dichiarazioni d'impatto fuorvianti contenute nei documenti di un fondo di investimento che si impegna a ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub>, ma in realtà non ha ancora raggiunto alcun obiettivo concreto, oppure emittente che emette *Social Bonds* (SB) per finanziare progetti sociali e in seguito utilizza quelle risorse per coprire spese generali dell'azienda o comunque finanziare progetti non direttamente correlati agli obiettivi sociali espressi.

143 Sul punto si rinvia al paragrafo successivo.

Al contempo, vi sono anche alcune considerazioni specifiche dei servizi di investimento in relazione al *greenwashing*. Nella fase di profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza degli investimenti potrebbero presentarsi una serie di criticità. In primo luogo, le preferenze di sostenibilità espresse dal cliente nel questionario, potrebbero essere utilizzate intenzionalmente in maniera opportunistica dagli intermediari per favorire la distribuzione di strumenti finanziari propri. In secondo luogo, come già rilevato, la medesima nozione di preferenze di sostenibilità presenta non pochi margini di indeterminazione che, come è facile intuire, potrebbero condurre perfino a ipotesi di *greenwashing* involontario da parte degli intermediari.

Anche il rapporto di consulenza non è immune al *greenwashing*<sup>144</sup>. La competitività e la volontà di attrarre il cliente possono indurre i consulenti a promuovere la vendita di prodotti a ogni costo, talvolta a scapito della qualità delle informazioni fornite. In queste circostanze, si riscontra principalmente la diffusione di dichiarazioni poco attendibili e non verificabili nei materiali di *marketing* destinati ai clienti. Tramite soprattutto attività di raccomandazione, l'*advisor* potrebbe condurre il cliente a un particolare strumento tra i diversi disponibili sul mercato, ma non in linea con le preferenze di sostenibilità precedentemente dichiarate. Ciò potrebbe accadere, ad esempio, qualora lo stesso ponga particolare enfasi sui vantaggi per il cliente che un dato strumento offre rispetto agli altri, in modo tale da influenzarne la decisione finale.

Al contrario, nello scenario in cui i clienti o gli investitori non abbiano ancora sviluppato preferenze di sostenibilità, le politiche di *governance* del prodotto potrebbero risultare comunque inficiate dalla mancata attuazione di procedure volte alla verifica o quantomeno alla sensibilizzazione delle preferenze di sostenibilità.

#### 4 *Greenwashing e rating*

Il nuovo quadro normativo europeo richiede ai partecipanti finanziari di incorporare i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità nelle loro attività. Questo implica la necessità di utilizzare indici di sostenibilità e *rating* ESG per valutare le *performance* ESG delle società emittenti. A tal riguardo, sono stati sviluppati diversi strumenti che promettono di valutare il grado di sostenibilità delle imprese; tuttavia, l'affidabilità dei dati e dei risultati ottenuti è tutt'altro che garantita.

<sup>144</sup> Un recente caso di *greenwashing* è stato smascherato dalla *Securities and Exchange Commission* negli Stati Uniti. Il 25 settembre scorso, la SEC ha annunciato un procedimento amministrativo concluso contro un importante consulente per gli investimenti in cui ha accettato di pagare una sanzione civile di 19 milioni di dollari per, di fatto, attività di *greenwashing*, ovvero per aver finto di essere più rispettose dell'ambiente e sostenibili di quanto non fosse. In particolare, come affermato nel comunicato stampa della SEC, il consulente per gli investimenti si era proclamato «*leader in ESG that adhered to specific policies for integrating ESG considerations into its investments; however, from August 2018 until late 2021, [the investment advisor] failed to adequately implement certain provisions of its global ESG integration policy as it had led clients and investors to believe it would*». Si veda <https://www.reuters.com/sustainability/us-sec-poised-ban-deceptive-esg-growth-fund-labels-2023-09-20/>.

Nonostante i progressi normativi a livello internazionale<sup>145</sup>, non v'è ancora una definizione normativa condivisa di *rating* ESG, dal momento che la regolamentazione finora si è concentrata principalmente sui mercati finanziari e i prodotti ESG, lasciando in secondo piano la standardizzazione dei criteri di valutazione. Tuttavia, tale vuoto normativo è destinato a essere colmato a breve, in quanto il nuovo Regolamento sui *rating* ESG muterà questo scenario e sottoporrà a regole specifiche, nonché ad autorizzazione preventiva, le attività dei fornitori di *rating* ESG.

Per determinare la composizione dei propri portafogli, i partecipanti ai mercati finanziari sono soliti affidarsi a *sustainability ratings*, *benchmarks*, indici o *listing requirements* così da supportare le loro decisioni di investimento. Mentre gli indici di sostenibilità, utilizzati comunemente per comparare le *performance* di diverse aziende o investimenti, hanno ricevuto maggiore riconoscimento e accettazione nel settore, i *rating* ESG hanno ricevuto un'accoglienza mista.

Per i loro sostenitori, contribuiscono a risolvere le asimmetrie informative fornendo dati completi e sistematizzati per un numero significativo di società in modo speculare a quanto avviene nei mercati mobiliari in relazione ai *rating* del credito<sup>146</sup>. Tuttavia, nonostante il crescente utilizzo, i *rating* ESG sono stati oggetto di svariate critiche soprattutto in relazione alla qualità dei dati sottostanti e le metodologie impiegate, spesso opache e poco trasparenti. In particolare, attualmente le principali carenze e incertezze dei *rating* ESG riguardano: i) l'eccessiva complessità e mancanza di trasparenza delle metodologie utilizzate per il calcolo dei relativi punteggi; ii) la tendenza a concentrarsi sulla qualità dell'informativa, favorendo gli emittenti più grandi con maggiori risorse per divulgare le loro iniziative ESG, trascurando invece le reali *performance* degli emittenti; iii) l'orientamento al passato, senza riflettere il potenziale di miglioramento di un'impresa o la sua vulnerabilità a possibili rischi futuri; iv) la mancanza di accuratezza e profondità, che può condurre a delle incoerenze tra le informazioni rilasciate da un emittente e quelle fornite da terzi.

Le suddette carenze raccomandano cautela nell'interpretazione dei risultati, invece nella pratica gli utenti dei *rating* raramente verificano le opinioni delle agenzie e mantengono un approccio passivo nel valutare i profili di sostenibilità degli investimenti che intendono compiere (o raccomandare).

La combinazione di questi fattori ha generato tra gli *stakeholder* una mancanza di fiducia generalizzata nei confronti dei *providers* di *rating* ESG, evidenziando come la disponibilità di valutazioni, realmente affidabili, non abbia ancora raggiunto un livello soddisfacente.

145 A livello internazionale, nel novembre 2021 IOSCO ha pubblicato una relazione contenente una serie di raccomandazioni concernenti i fornitori di *rating* ESG e di prodotti di dati ESG ([https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO\\_PD690.pdf](https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO_PD690.pdf))

146 Il mercato del *rating* del credito appare ben definito e, per come è codificato, capace di rispondere alle esigenze dei suoi attori, mentre le modalità di misura della sostenibilità sono in continuo cambiamento e sviluppo. Tuttavia, in data 3 aprile 2024 l'ESMA ha avviato una consultazione sulle proposte di modifica dell'allegato I del Regolamento (CE) 1060/2009 (CRAR) e del Regolamento delegato (UE) 447/2012, al fine di integrare dei fattori ESG nelle metodologie di *rating* tradizionali. Si veda [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-04/ESMA84-2037069784-2112\\_Consultation\\_Paper\\_on\\_Changes\\_to\\_Delegated\\_Reg\\_447-2012\\_and\\_Annex\\_I\\_of\\_CRAR.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-04/ESMA84-2037069784-2112_Consultation_Paper_on_Changes_to_Delegated_Reg_447-2012_and_Annex_I_of_CRAR.pdf).

Il termine "rating ESG" racchiude un fenomeno composito e comprende punteggi (*scorings*) e classifiche (*rankings*) ESG che valutano l'esposizione di strumenti, prodotti ed emittenti ai rischi e/o alle opportunità ESG, pur differendo tra loro in termini di risorse e metodologie impiegate. Tali servizi sono attualmente offerti da agenzie specializzate nella raccolta ed elaborazione di informazioni sul profilo ambientale, sociale e di *governance* delle imprese, al fine di fornire agli investitori informazioni utili per prendere decisioni di investimento consapevoli.

Il settore dei rating ESG nella pratica si presenta altamente frammentato e competitivo<sup>147</sup>. Oltre ad apposite *start up* e società *fintech* specializzate nella raccolta e analisi di dati legati alla sostenibilità, molte agenzie tradizionali di rating del credito hanno reagito a questa crescente domanda incorporando ESG *providers* più piccoli e specializzati, ovvero investendo consistenti risorse nello sviluppo delle proprie competenze in materia di sostenibilità.

Le agenzie di rating ESG per effettuare le proprie valutazioni si servono di una molteplicità di dati grezzi (*raw data*) provenienti da svariate fonti relativi all'azienda e alle sue attività, tra cui: le informative pubbliche rese disponibili direttamente dagli emittenti, ricerche condotte da terzi, rapporti integrati di sostenibilità delle imprese e varie informazioni reperibili sui siti *web*. Inoltre, alcune agenzie inviano direttamente dei questionari alle aziende, mentre altre offrono l'opportunità di rivedere e commentare i profili prima di finalizzarli. La mancanza di trasparenza e indipendenza nel processo di sviluppo delle valutazioni potrebbe rendere difficile per gli utenti comprendere e interpretare i risultati dei fornitori.

In assenza di una disciplina organica, ogni fornitore utilizza metodi di valutazione propri, che possono differire significativamente e offrire risultati divergenti. D'altro canto, la ricerca mostra che le diverse agenzie variano enormemente nelle loro valutazioni in relazione alla stessa azienda, sollevando preoccupazioni sul fatto che il risultato netto del gioco di rating sia semplicemente "aggregate confusion"<sup>148</sup>. Di conseguenza, il punteggio finale di una società può variare considerevolmente a seconda del fornitore di rating ESG e della priorità data a ciascun parametro di riferimento. Alcuni autori vedono in questa divergenza nei punteggi una condotta indiretta ascrivibile al *greenwashing*<sup>149</sup>.

La coesistenza di approcci così radicalmente diversi nella misurazione delle performance ESG può condurre a risultati contrastanti e funzionare come una pratica di *greenwashing*, anche se gli *standard* elaborati dalle agenzie non sono intenzional-

147 Le criticità legate all'assenza di approcci e *standard* predefiniti nell'ambito della valutazione delle performance ESG degli emittenti ne riducono l'efficiente misurazione e la comparabilità. CONSOB ha condotto un'analisi delle modalità attraverso cui alcune agenzie di rating valutano la sostenibilità delle imprese e ha evidenziato come tali valutazioni (oltre ad essere poco trasparenti) differiscano in modo sostanziale tra loro. N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA ET AL., *op. cit.*, p. 4.

148 Cit. F. BERG, J. F. KÖLBEL, R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, vol. 26, n. 6, 2022, pp. 1315 ss.

149 M. GHITTI, G. GIANFRATE, G., L. PALMA, L., *The agency of greenwashing*, *Journal of Management and Governance*, in *Journal of Management and Governance*, vol. 17, n. 3, 2023.

mente progettati per ingannare. Il problema in esame può essere indagato da una duplice prospettiva. Da un lato, aggregando i *rating* ESG in un unico punteggio composito vi è il rischio di incorrere in una contraddizione concettuale<sup>150</sup>. Dall'altro lato, gli sforzi di *greenwashing* si stanno estendendo alla manipolazione delle informazioni che vengono prodotte. In altre parole, gli emittenti, valorizzando le proprie strategie di comunicazione, potrebbero cercare di influenzare, se non addirittura manipolare, le agenzie nella costruzione di un *rating* ESG per migliorare la propria reputazione agli occhi degli investitori; ovvero potrebbero (anche non intenzionalmente) fornire dati aziendali fuorvianti e divulgare *report* di sostenibilità parzialmente inaccurati. Il rischio è che le continue interazioni tra i valutatori ESG e le aziende sottoposte a valutazione durante il processo di elaborazione possano ingannare soprattutto gli investitori *retail* meno sofisticati e favorire invece coloro che strumentalmente ricorrono a dannose pratiche di *greenwashing*<sup>151</sup>.

Affidandosi alle valutazioni ESG delle agenzie di *rating*, i clienti potrebbero essere indotti a direzionare le proprie scelte verso aziende che solo in apparenza perseguono obiettivi in linea con le loro prospettive di sostenibilità falsando, di conseguenza, il mercato e la concorrenza.

I fornitori di *rating* sostenibili possono ricoprire il ruolo di *trigger* o *spreader* nella diffusione del fenomeno del *greenwashing* in quanto ad affidarsi ai loro servizi non sono solo agli investitori, ma anche *asset managers*, banche, intermediari, i consulenti e gli stessi emittenti. Questi ultimi in particolare cercano di comprendere i rischi e le opportunità in materia di sostenibilità legate alla attività da loro svolte o a quelle svolte dai loro *partner*, al fine di valutare come si collocano rispetto ai concorrenti. Inoltre, la maggior parte delle imprese ha contatti con più di un *provider* ESG, così da aumentare sia la copertura (per classe di attività e per area geografica) che la ricezione di diverse valutazioni ESG fornite da enti differenti.

Nonostante la mappatura delle agenzie di *rating* di sostenibilità non sia sempre agevole, l'ESMA ha stimato<sup>152</sup> la presenza di 59 fornitori di *rating* ESG operanti nell'UE, composti da alcuni grandi fornitori (soprattutto extra-UE) e da un grande numero di entità più piccole (principalmente dell'UE). Nello specifico, vi sarebbero 30 fornitori ESG con sede nell'UE (3 grandi, 6 medi, 9 piccoli e 12 micro) e 29 soggetti in paesi terzi. Secondo la valutazione dell'ESMA, la dimensione finanziaria stimata del

150 Per tale ragione, è stato proposto – con un suggerimento non fatto proprio dalla Proposta di Regolamento sui *rating* ESG – di impedire la presentazione di *rating* che forniscano indicatori sintetici per i tre pilastri congiuntamente, ovvero un unico *ESGscore*, imponendo alle agenzie una disaggregazione che consenta la valutazione di ciascuno dei fattori individualmente. Sul punto si veda FINANCE WATCH, *Regulating ESG ratings to strengthen sustainable investors. A Finance Watch Policy Brief*, n. 23, 2023.

151 ESMA, *ESG ratings: Status and key issues ahead*, 2021, spec. p. 6, in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv\\_2021\\_1-esg\\_ratings\\_status\\_and\\_key\\_issues\\_ahead.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2021_1-esg_ratings_status_and_key_issues_ahead.pdf), ove viene evidenziato quanto segue: «However, not all investors rely on ESG ratings to the same extent. According to a survey conducted among professional investors (*Sustainability*, 2020b), most use ESG ratings only as one of several inputs in a larger process. They can be incorporated into existing valuation models, serve as indicators signalling that further research into an issuer is warranted or benchmark a company's ESG performance against its broader sector. Many investors rely on in-house ESG expertise, either because they find it more reliable or because it allows them to tailor the research specifically to their needs, which can help reduce the effect of disagreement between external rating providers».

152 [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-347\\_letter\\_on\\_esg\\_ratings\\_call\\_for\\_evidence\\_june\\_2022.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-347_letter_on_esg_ratings_call_for_evidence_june_2022.pdf).

mercato dei fornitori di *rating* ESG con sede nell'UE ammonta a 300 milioni di euro. Tuttavia, dato che la maggior parte dei grandi fornitori hanno sede al di fuori dell'UE (pur offrendo servizi agli Stati membri), è probabile che la dimensione totale del mercato sia ampiamente sottovalutata. Nel complesso il quadro è quello di un mercato con concentrazione relativamente elevata, peraltro in progressivo aumento.

Alla luce del quadro sopra riportato, il 13 giugno 2023, la Commissione europea ha presentato una nuova proposta di Regolamento, invero a lungo attesa, concernente le attività di *rating* ESG. Tale proposta, approvata dal Parlamento europeo il 24 aprile 2024, Regolamento 3005/2024, si prefigge lo scopo di introdurre un approccio normativo comune, al fine di migliorare l'affidabilità e rafforzare la trasparenza delle attività dei *rating providers* mediante l'introduzione di principi organizzativi, regole uniformi e chiare sulla prevenzione dei conflitti di interesse. Una maggiore chiarezza nei *framework* dei *rating* ESG avrebbe un impatto benefico anche sugli emittenti, che attualmente si trovano nella scomoda posizione di doversi districare da un lato nella difficile interpretazione della copiosa, e talvolta non, chiara normativa e, dall'altro, di dover approntare ogni opportuna cautela che li ripari da contestazioni potenzialmente provenienti dagli investitori e dalle autorità di vigilanza.

Com'era lecito attendersi, il Regolamento sui *rating* ESG si ispira alle disposizioni previste nel Regolamento CRAR 1060/2009 e impone che le metodologie adottate dalle agenzie di *rating* debbano essere "di metodologie rigorose, sistematiche, indipendenti e giustificabili", nonché soggette a revisione almeno con cadenza annuale (art. 15, par. 7 e par. 8 del Regolamento 3005/2024).

Tuttavia, si rende opportuno osservare che il Regolamento, pur concentrandosi sui fornitori, non intende armonizzarne le metodologie di valutazione, lasciando la possibilità agli utilizzatori di sottoscrivere i *rating* che meglio si adattano alle loro esigenze. L'ESMA avrà il compito di autorizzare e supervisionare i fornitori di *rating* ESG e disporrà di alcuni poteri specifici, tra cui quelli di richiedere informazioni, effettuare ispezioni *in loco*, ritirare o sospendere l'uso dei *rating* ESG, imporre ammende e penalità ed emettere avvisi pubblici.

Sebbene non sia ancora chiaro come evolverà lo spazio delle agenzie di *rating* ESG nei prossimi mesi – quando le disposizioni normative inizieranno a essere implementate dagli Stati membri dell'UE – è comunque legittimo aspettarsi una certa segmentazione nei mercati: potrebbe accadere infatti che diversi fornitori di *rating* inizieranno a specializzarsi in settori specifici in cui potranno avere una competenza di dominio più approfondita o una metodologia unica.

# La tutela dell'investitore rispetto ai rischi di *greenwashing* in campo finanziario

(A. Bassi)

CAPITOLO  
QUARTO

## 1 Premessa

È evidente la rapida evoluzione della disciplina comunitaria, da una prospettiva finanziaria di carattere tradizionale, verso l'apertura a obiettivi ESG; ma è altrettanto evidente come manchi la previsione di obblighi legali per gli Stati membri di adottare strumenti di protezione degli investitori, che contribuiscano a rafforzare la tensione verso obiettivi di economia sostenibile. La disciplina comunitaria formula precetti per soluzioni a maglie larghe di *soft law* (con tutti i dubbi che si possono avere per questa nuova categoria delle fonti del diritto) o, peggio ancora, di *nudging*, con devoluzione del problema al legislatore nazionale, che può regolarsi con soluzioni di *gold plating* (nel nostro caso piuttosto improbabile) o, all'opposto, come è effettivamente accaduto, con interventi di carattere marginale e non innovativo, che sfiorano la indifferenza. L'*enforcement* è debole, e le maggiori aspettative si concentrano oggi, come vedremo, sulla attuazione della disciplina *Due diligence*, che contiene norme piuttosto stringenti sulla responsabilità di società e amministratori, ma in una prospettiva più ampia di quella finanziaria. Alcuni studiosi sottolineano giustamente che la implementazione di una normativa con obblighi ESG è condizionata dalla esigenza di sussidiarietà di Paesi terzi. Lo scetticismo, molto diffuso, nasce dal fatto che le imprese di grandi dimensioni operano in contesti nei quali ESG non significa, nell'immediato, miglioramento delle condizioni della vita e degli ambienti naturali dei paesi nei quali è decentrata la produzione, donde la preferenza per l'*inducement*, il *nudging* e la insincerità di impegni ... insostenibili. L'esame della normativa comunitaria, contenuta nella prima parte di questo lavoro, dimostra eloquentemente la carenza di tendenze normative a protezione diretta dell'investitore. Il Regolamento *Tassonomia* (v. *considerando* n 11) intende risolvere palesemente problemi di *concorrenza* tra i partecipanti ai mercati finanziari (art 2 n. 2) ed emittenti (art 2 n. 4), mentre poca o nulla attenzione è dettata alle sanzioni per la violazione delle regole stabilite per la protezione dell'investitore, tanto che, alla fine (art 22), il Regolamento si limita a prevedere genericamente che agli stati membri compete di stabilire le norme relative alle misure e alle sanzioni da applicare in caso di violazioni degli art 5, 6 e 7, e che le misure e le sanzioni devono essere "*effettive proporzionate e dissuasive*".

La Direttiva *Greenwashing* sarebbe stata una buona occasione per prevedere, accanto a quella del consumatore, una tutela dell'investitore, inteso come consumatore qualificato, accostando, per esempio, il tema della obsolescenza a quello del *long termism* e, soprattutto, valutando la possibilità di introdurre in campo finanziario misure

di salvaguardia che potessero accostarsi ai due tipi di *garanzia* - *garanzia commerciale di durabilità* e *garanzia legale di conformità* - previsti per la repressione del *greenwashing* in campo strettamente commerciale. Ma nulla di tutto questo è avvenuto, anche se non mi nascondo la estrema difficoltà di introdurre, nel settore finanziario, il tema delle garanzie che caratterizzano la vendita e altri contratti, anche se però oggi si va verso la costruzione di obblighi dell'emittente e dell'intermediario che assomigliano sempre più, man mano che si sale, a una garanzia di rimborsabilità e di fruttuosità. Una disciplina più attenta in tema di responsabilità è contenuta, come si è detto, nella Direttiva *Due diligence*. Essa prevede la possibilità di *reclami* da parte di persone o enti danneggiati, e *obblighi di diligenza* di società e amministratori. Gli Stati membri devono disciplinare la responsabilità civile delle società per mancato rispetto delle procedure di diligenza, e devono riconoscere la *propria giurisdizione* al posto di quella "naturale", radicata in ordinamenti poco sensibili alla sostenibilità: e questo sarebbe un obiettivo molto importante, perché fino ad oggi questo risultato è stato raggiunto, dove è stato raggiunto, con complicate costruzioni della giurisprudenza più sensibile. In particolare, la Direttiva attribuisce agli amministratori un *dovere di sollecitudine* consistente nell'obbligo di tener conto delle conseguenze, in termini di sostenibilità, delle decisioni, che devono essere prese però "*nel superiore interesse delle società:*" e qui riemerge l'*ibis redibis* di molte farraginose e insincere costruzioni comunitarie. La Direttiva (*considerando* n 42 e art. 9) stabilisce che, come si è accennato, le società diano la possibilità agli interessati di proporre *reclami* in caso di timore di impatti negativi delle politiche aziendali su diritti umani e aspetti ambientali. Evidentemente, come tutti riconoscono, si tratterebbe di una tutela preventiva, di tipo cautelare, che non difende diritti soggettivi, ma interessi diffusi. È inoltre significativo, e a mio avviso dirimente, è il fatto che la Direttiva (art 7 co. 4 ss. e 8 co. 6) preveda che la violazione degli obblighi di diligenza da parte dei *partners* commerciali dell'impresa può essere addirittura motivo di modifica, di interruzione, prosecuzione o cessazione dei rapporti contrattuali in essere.

## 2 I soggetti obbligati nei confronti degli investitori

In linea di principio si può dire che in campo finanziario, nonostante qualche opinione contraria, la tutela tradizionale del consumatore si evolve, con caratteri specifici, verso una tutela dell'investitore e, all'opposto, la responsabilità del produttore e del commerciante si sviluppano verso una specifica responsabilità degli operatori, emittenti, intermediari, controllori e consulenti. Ma ciò non basta, perché occorrono una serie di precisazioni che rompono la apparente unitarietà delle definizioni dei soggetti che compaiono sulla scena, perché, sia dal punto di vista dei diritti, sia da quello degli obblighi, scopriamo sovrapposte, spesso erroneamente, figure di operatori economici che non possono essere trattate unitariamente.

La disciplina della Direttiva *Greenwashing* in campo strettamente commerciale contiene una distinzione tra produttori e non produttori (ossia: intermediari e

prestatori di servizi) che ha conseguenze, di carattere giuridico, sia sul piano delle responsabilità, sia per la questione delle garanzie (v. sul punto, *considerando* n. 19, 20, 24, 26, 28, 33, 36 e le integrazioni e modifiche agli artt. 2, 5 e 6 Direttiva 2011/83/UE).

La questione diventa molto più complicata e confusa quando si passa al *greenwashing* in campo finanziario, dove direttive e regolamenti non disegnano meglio il perimetro della questione della responsabilità per violazione delle regole, con una combinazione di previsioni, spesso contraddittorie, riguardanti il primo *step* della questione, che è quello di individuare chi sono i soggetti obbligati e i soggetti protetti in campo finanziario, dove le nozioni di produttore intermediario e consumatore si frantumano in una serie di sottocategorie, che assumono una loro specificità proprio per il fatto di individuare titolari di diversi obblighi e diversi diritti.

In alcuni settori la distinzione tra obblighi e diritti da *greenwashing* finanziario può riguardare uno stesso operatore economico. Per quanto riguarda la *sostenibilità bancaria*, ad esempio, essa ha qui una doppia faccia. Nella banca la sostenibilità può riguardare il versante della erogazione, e allora la sostenibilità riguarda la concessione di finanziamenti con finalità ESG, compatibilmente con il criterio di sana e prudente gestione. La sostenibilità riguarda invece il versante della intermediazione quando la banca sollecita e intermedia investimenti *green* come i *green bonds*. Sul tema è entrato in vigore un decreto del Ministero delle finanze che definisce gli operatori di finanza etica e sostenibile ex art 111 bis TUB, ma si tratta di criteri troppo vaghi. Anche la *sostenibilità assicurativa* si svolge sul doppio piano degli investimenti, perché le compagnie di assicurazione sono investitori istituzionali e gestori del servizio assicurativo a favore della clientela. La sostenibilità in questo secondo profilo è più incerta e potrebbe consistere nella direzione della "preferenza assicurativa o riassicurativa" per particolari enti o particolari attività (*no profit*, terzo settore, ecc.), o per la copertura di rischi di cambiamento climatico.

Per quanto riguarda i soggetti obbligati, la finanza sostenibile, nella sua versione più semplice e condivisa, tende a fare in modo che gli operatori economici del settore indirizzino gli investimenti a sostegno degli strumenti finanziari relativi ad attività economiche *green* e circolari. Gli operatori economici debbono scegliere anche il *business model*, che è lo strumento di finanziamento dell'impresa, e gli aziendalisti spiegano che gli *asset owners*, decidono le politiche di allocazione del capitale, e gli *asset managers* decidono il mandato di gestione. Uno dei compiti principali degli *asset managers* è la catalogazione degli strumenti finanziari sostenibili. ESMA, dal canto suo, in *Guidelines on Mifid II product governance* distingue tra *manufacturer* e *distributor* di prodotto: ma nel linguaggio ESMA *manufacturer* non coincide con emittente.

In particolare, per quanto riguarda la gestione del risparmio, si ritiene che sugli operatori gravino doveri fiduciari nel perseguimento delle strategie ESG e nel rispetto degli obblighi derivanti da *benchmark* ESG. Per i servizi di investimento è stata sottolineata la opportunità che l'operatore solleciti il cliente a graduare, in caso di dubbio, le proprie preferenze tra interessi finanziari e interessi ESG.

Sulla scena finanziaria, al cospetto dell'investitore, compaiono quindi molti attori: gli emittenti, gli intermediari, i consulenti, i soggetti incaricati di certificare i

*rating* e il *benchmark* ESG delle imprese. Sulla scena del *greenwashing*, anche oltre i profili propriamente finanziari, compaiono inoltre i soggetti obbligati – società e amministratori – dalla Direttiva *Due diligence*. Sullo sfondo compare, infine, anche lo spettro della Intelligenza Artificiale, l'ultimo anello della catena di legami in cui si dipana e si diffonde il tema della tutela dell'investitore.

Sul contenzioso relativo al *greenwashing* in capo finanziario esistono però molti equivoci. ESMA in *The financial impact of greenwashing controversies* del dicembre 2023 avverte però esattamente che non tutte le controversie da *misleading* sono controversie da *greenwashing*, e che esistono controversie da *greenwashing* che non hanno un carattere strettamente finanziario, come sono le cause che ONG, associazioni ambientali, gruppi di consumatori muovono contro le multinazionali per il risarcimento di danni da queste direttamente arrecati a persone e ambienti naturali, cause la cui principale criticità sta nella necessità del superamento di regole di giurisdizione che tenderebbero al radicamento delle controversie in paesi con ordinamenti non sensibili ai fattori ESG. Sono queste le cause da *greenwashing* che ESMA dice essere in preoccupante aumento, mentre mi pare sia ancora in fase embrionale la *litigation* a sfondo puramente finanziario, e cioè la *litigation* da *mis-selling* di prodotti finanziari che fanno riferimento a "sottostanti" non ecosostenibili.

Fatta questa premessa, è abbastanza agevole concludere, in estrema sintesi, che le obbligazioni degli operatori del settore si concentrano sulla corretta informazione pre e post contrattuale dell'investitore; informazione che si deve svolgere, evitando conflitti di interesse, su un piano della *double materiality* di finanza e di ESG.

Un profilo particolare riguarda la responsabilità dei soggetti incaricati di rendicontare la attività di ESG delle imprese o di elaborare i relativi benchmark. I *rating* ESG misurano la *performance* ESG di una impresa come esposizione ai rischi o all'impatto ESG. I *benchmark* ESG sono indici che includono società che soddisfano specifici criteri sempre ESG. Il d.lgs. 30 dicembre 2016 n. 254, successivamente sostituito dal d. lgs. 6 settembre 2024, n. 15, aveva affidato al revisore legale il compito di verificare la esistenza e la conformità delle dichiarazioni non finanziarie rispetto alle previsioni di legge, e la materia è disciplinata dal Regolamento Consob 18 gennaio 2018, n. 20267. La Direttiva CSRD ha previsto che l'incarico per la verifica della conformità della rendicontazione di sostenibilità possa essere conferito a soggetto abilitato alla revisione legale dei conti, o a prestatori indipendenti accreditati. La CSRD ha inoltre proposto di applicare all'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità i principi sanciti dalla Direttiva 2006/43 CE in tema di revisione legale dei bilanci, e la dottrina ha ammesso, in linea teorica, la possibilità di applicare agli *assurer provider* le dinamiche tipiche della responsabilità dei revisori legali dei conti, rilevando come a a carico della società vi siano non solo sanzioni di carattere reputazionale ma anche fattispecie risarcitorie ex art 2043 c.c. e, a carico degli organi, responsabilità ex art 2395 c.c. nonché ipotesi di responsabilità precontrattuale. Resta comunque rilevante la mancanza di comuni *standard* di rendicontazione e di attestazione. Un ruolo particolare, infine, riveste nell'ambito del problema della responsabilità, anche il tema della indipendenza dell'attestatore di conformità.

Il problema coinvolge anche gli «assetti organizzativi adeguati», e riguarda il procedimento di formazione delle dichiarazioni di sostenibilità, il ruolo degli amministratori, dell'organo di controllo interno, dell'assemblea e del revisore del bilancio, al quale il d.lgs 254/2016 richiede solo di verificare la avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della dichiarazione di carattere non finanziario. Si discute anche se le tematiche ambientali abbiano riflessi sul bilancio, e quali siano gli strumenti di verifica a disposizione del revisore, con la opzione di affidare le attestazioni della sostenibilità anche ad *assurance provider* diversi dal revisore di bilancio.

Alla fine di questa elencazione di soggetti potenzialmente tenuti a evitare all'investitore il pregiudizio da *greenwashing* viene fuori la conclusione che la responsabilità è ripartita e spalmata tra una catena di soggetti ed enti - senza nulla dire della responsabilità da omessa vigilanza da parte delle autorità del settore - che potrebbe influire positivamente sulla effettività della tutela, se non fosse per il fatto che la molteplicità di soggetti obbligati, se da un punto di vista sostanziale è un vantaggio per il danneggiato, dal punto di vista processuale è un *handicap* notevole, specialmente negli ordinamenti nei quali i processi hanno una durata lunga e imprevedibile.

### 3 I soggetti protetti

La distinzione fondamentale per poter inquadrare correttamente l'argomento delle tutele è quella tra investitori professionali e investitori *retail*, per la quale si vedano le relazioni di Vella e Lamandini. In entrambe le categorie di soggetti deve essere valutata la rilevanza della emersione di interessi ESG, in aggiunta, o addirittura in conflitto con i tradizionali interessi finanziari; e deve essere accertato quale tipo di protezione può essere accordata a questo nuovo interesse.

La distinzione è importante per quanto riguarda il collegamento e la "distanza", in termini di interesse e di verificabilità tra investitore e sostenibilità della attività finanziata. La distinzione necessaria che occorre tenere presente è quella tra investitore professionale e investitore / risparmiatore *retail*, perché è evidente che il primo - pur avendo a sua volta a valle problemi di partecipazione e di informazione - ha una posizione diversa rispetto al secondo; posizione diversa che rileva quanto meno sul piano della consapevolezza dei rischi finanziari e di sostenibilità dell'investimento.

La distinzione tra investitore *retail* e investitore professionale emerge anche a proposito della possibilità di investimenti di tipo partecipativo, che comportano la partecipazione diretta, e non solo il finanziamento, all'attività, sostenibile o non sostenibile, del soggetto finanziato con una ricaduta nell'area della Direttiva UE 2017 /828 (*Shareholders rights*). Le scelte degli investitori istituzionali sono orientate al sostegno di attività ESG in prospettiva di lungo periodo (ma anche il *retail* comincia a guardare alla finanza ESG e a pensare a rendimenti minori, ma sul lungo periodo) che tende a coniugare il rendimento finanziario per l'investitore con la promozione e realizzo di valori sostenibili. Gli investitori professionali nelle società quotate devono comporre gli interessi degli *stakeholders* della società, e gli interessi e le preferenze dei propri investitori, attraverso la tipologia degli investimenti e l'esercizio di poteri di *voice* e di *exit*.

Ai fini del *greewashing* in campo finanziario, il problema sta nel vedere come questi azionisti «per conto altrui» possano influire sulle esternalità negative delle imprese partecipate.

#### 4 La rilevanza dell'interesse ESG dell'investitore in campo finanziario

Tale interesse di carattere non patrimoniale ha un significato particolare perché denota una attenzione per l'oggetto sociale e lo scopo della impresa finanziata, che è normalmente mancante nelle motivazioni dell'investimento finanziario. La particolarità è data dalla normale estraneità partecipativa dell'investitore rispetto alla attività del soggetto finanziato, a meno che non si tratti di finanziamento "partecipativo" ed è data, conseguentemente, da quella che definirei la "distanza" dell'investitore rispetto ai requisiti di sostenibilità dell'investimento, il cui rispetto e il cui controllo spetta agli operatori del mercato finanziario. Le peculiarità del tema, in campo finanziario, sono date dalla circostanza che, mentre all'interno del rapporto di consumo tradizionale, il bene o il servizio contiene in sé gli elementi, positivi o negativi, che consentono al consumatore una verifica e un giudizio di non conformità ai criteri della sostenibilità, in campo finanziario la verifica e il giudizio non riguarda il bene o il servizio in sé, il prodotto finanziario, che è neutro, ma riguardano quello che potrebbe essere definito genericamente come il *sottostante* del prodotto stesso, o, come si diceva una volta per i titoli di credito causali, il *rapporto fondamentale*, rispetto al quale il prodotto finanziario assume la veste di bene rappresentativo di secondo grado. *La sostenibilità non è una caratteristica dello strumento dell'investimento, ma dell'oggetto dell'investimento.*

L'elemento più significativo all'interno del dibattito della finanza sostenibile, in senso ampio, e del *greenwashing* in senso stretto, dal punto di vista della ricostruzione giuridica delle tutele, sta nel fatto che agli investitori nel momento dell'investimento è offerta la possibilità di farsi carico degli interessi generali dell'ambiente e della società, attraverso la mediazione degli operatori economici del settore finanziario, o attraverso scelte proprie che l'intermediario deve solo eseguire (disposizioni *execution only*). Attualmente, non si è giunti da imporre direttamente il perseguimento di questo interesse generalizzato della società civile, ma trapelano molte spinte in questa direzione, sia per quanto riguarda le scelte degli operatori, sia per quanto riguarda gli interessi perseguibili da parte dei privati.

L'obiettivo di indirizzare gli investitori verso scelte sostenibili è perseguito in una duplice direzione, con una duplice tecnica. Da un lato, da un punto di vista soggettivo, vi è la sollecitazione dell'investitore a esprimere preferenze di sostenibilità nel momento in cui effettua l'investimento, secondo preferenze *granulari*. Tale problema collocabile all'interno del tema della *profilatura* ai fini della *adeguatezza*. D'altro lato, da un punto di vista oggettivo, vi è la *catalogazione* dei prodotti finanziari in relazione alle loro diverse, maggiori o minori, caratteristiche ESG. Problema collocabile all'interno della *tassonomia* dei prodotti finanziari,

La diversa natura degli interessi oggi perseguibili con l'investimento complica significativamente il quadro delle tutele, in quanto, se da un lato sono abbastanza chiari i profili delle tutele degli interessi finanziari dei risparmiatori, non altrettanto può dirsi della tutela degli interessi di sostenibilità. Il punto veramente difficile della questione sta nell'individuare i vari livelli di tutela che l'ordinamento prevede per l'*enforcement* della sostenibilità in campo finanziario, e sta soprattutto nel valutare, a parte le tutele pubblicistiche di *hard* o *soft law*, di *nudging*, a parte le autorità del settore, la autodisciplina, le certificazioni di soggetti indipendenti, la repressione delle pratiche commerciali scorrette, la disciplina della concorrenza sleale, a parte tutto ciò, la difficoltà resta quella di valutare se il singolo investitore abbia una tutela di diritto soggettivo – demolitoria, restitutoria o risarcitoria – a fronte di un investimento, finanziariamente vantaggioso, che non risulti però conforme ai criteri della sostenibilità. Si tratta dunque di valutare – tema non nuovo in diritto privato – la protezione di interessi non economici in senso stretto, come sono gli interessi di un risparmiatore che, sulla base di informazioni inesatte o false, sia stato indotto ad acquistare un prodotto finanziario che non possa essere definito sostenibile, o a dismetterlo in caso contrario. Si tratta di valutare se l'interesse tradito dell'investitore sia meritevole quanto meno della stessa protezione che ha l'interesse tradito del consumatore.

Un percorso tradizionale potrebbe essere anche quello del ripescaggio del tema delle garanzie e dell'*aliud pro alio* all'interno della "Grande madre" del contratto di compravendita come modello base per la circolazione dei beni, di qualunque genere. Ma il percorso sarebbe lungo e accidentato. Uno dei punti più deboli delle complesse costruzioni *sul piano giuridico* del rapporto, o dei rapporti, tra investitore e operatore finanziario è dato dalla mancanza di una indagine sulla diversità degli strumenti contrattuali attraverso i quali nascono, vivono e muoiono quel rapporto, o quei rapporti. L'alternativa di fondo, sulla quale non posso soffermarmi in questa sede, resta sempre quella tra contratti di scambio e contratti associativi. Anche infatti il modello di partecipazione "statutaria" è un modello contrattuale.

Questa esigenza di carattere preliminare si riflette anche sul tema della responsabilità precontrattuale collegata, in tutti i campi, al difetto di informazione, tema che si dipana in una serie diversa di soluzioni corrispondenti alla diversità degli strumenti contrattuali che permettono l'accesso del risparmiatore ai prodotti e servizi finanziari

Una questione ulteriore è quella dei *rischi di sostenibilità* che caratterizza gli investimenti diretti a tale fine. Il rischio di sostenibilità è definito, nell'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088, come un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, qualora si verificasse, potrebbe provocare un significativo impatto negativo, effettivo o potenziale, sul valore dell'investimento. La questione riguarda l'obbligo degli operatori economici di monitorare la possibilità di emersione di tali rischi, e l'obbligo degli operatori del campo finanziario di illustrare all'investitore la loro esistenza.

Ipotizzando che, alla base dell'investimento, esista uno *scopo* di sostenibilità voluto dall'investitore meritevole di protezione emerge nuovamente la distinzione tra obiettivi finanziari e obiettivi di sostenibilità, il loro rapporto e il tema della eventuale

tutelabilità autonoma degli scopi ESG rispetto agli scopi lucrativi. Ma molte questioni sorgono innanzitutto quando si passa a esaminare chi è il soggetto obbligato a rispettare, o a far rispettare, lo scopo di sostenibilità che l'investitore ha inteso imprimere al suo finanziamento. Qualora il rapporto intercorra direttamente tra investitore ed emittente, intendendo per tale il soggetto che esercita l'attività economica con criteri ESG, è possibile immaginare che lo scopo voluto dall'investitore sia condiviso dall'emittente, e che quindi esista un rapporto tra finanziatore e finanziato in termini di rapporto di scopo. Ma nella maggior parte dei casi il finanziatore entra in contatto con un intermediario, e non direttamente con l'impresa che esercita l'attività economica sostenibile o non sostenibile, e ciò significa, in termini giuridici, che non esiste un rapporto tra investitore e gestore della attività, che consenta di contestare all'impresa operativa la violazione dello scopo della sostenibilità, in quanto il rapporto giuridico dell'investimento è limitato al contatto con l'intermediario, che non sarà mai il violatore diretto della regola della sostenibilità ma sarà, su un piano diverso, solamente responsabile di una cattiva informazione contrattuale che ha indotto il cliente a un investimento non conforme allo scopo che lo stesso si prefiggeva.

L'indagine deve quindi collocarsi all'interno di un tema civilistico molto complesso che è quello della tutela degli interessi *non patrimoniali*, quali potrebbero essere gli interessi degli investitori che manifestino preferenze sussumibili come *scopo* o *causa* dell'investimento.

## 5 Quattro elementi rilevanti per la ricostruzione di interessi di sostenibilità: profilatura ESG, mappatura dei prodotti, educazione finanziaria, finanza comportamentale

Nel tema della rilevanza degli interessi ESG rientrano perlomeno quattro argomenti, che qui verranno solo accennati.

È necessaria una *profilatura* del cliente secondo criteri ESG, ma essa parte dalle preferenze espresse dall'interessato, e può concludersi con una constatazione di indifferenza o di scetticismo verso la sostenibilità, e di preferenza esclusiva degli aspetti finanziari. La mappatura secondo preferenze espresse dal soggetto è però diversa dalla mappatura secondo l'esame delle caratteristiche del soggetto, perché la prima è condizionata dalle scelte dell'investitore, che sono vincolanti e che l'intermediario deve cercare di liberare da pregiudizi o errori. Lo scetticismo del consumatore in ogni campo è comunque il margine naturale di resistenza alle pratiche del *greenwashing*. Esiste un mercato per clienti senza obiettivi di sostenibilità, ma esiste anche una oramai ancestrale resistenza dei cittadini verso il *dolus bonus*, o peggio ancora, *malus* del commerciante che, come suol dirsi, intenda mettere le mani nelle tasche dei risparmiatori.

La *mappatura dei prodotti* serve agli stessi scopi della profilatura delle preferenze in tema di sostenibilità ed è la guida per le scelte suggerite dagli operatori del mercato e la fonte della formazione di un forte e ragionevole *affidamento* dell'investitore. Il Regolamento Tassonomia prescrive l'obbligo di precise informazioni *pre contrattuali*, ma poi si regge su sottili distinzioni tra prodotti finanziari che hanno come

*obiettivo investimenti sostenibili*, prodotti finanziari che *promuovono caratteristiche ambientali* e prodotti finanziari che *non hanno* questo obiettivo e *non promuovono* queste caratteristiche. Il rischio della tassonomia è che la mancata esplicitazione di valori ESG, o la neutralità ESG, vengano intese come *contrarietà* alla sostenibilità, concetto che allude a un disvalore oggettivo, come è quello posseduto dalle industrie di armi, tabacco, alcool ecc che vengono considerate *dark* anche se dal punto di vista organizzativo e produttivo rispettano tutte le migliori regole ambientali e sociali.

La importanza della *educazione finanziaria* è sottolineata da tutti e in particolare tra l'altro dal *Report OICU-IOSCO* del novembre 2021 contenente *Recommendations on Sustainability – Related Practices, Policies Procedures and Disclosure* e dai *Report* delle altre autorità. La sostenibilità non è un obiettivo imposto al consumatore, ma la evoluzione dei sistemi economici moderni tende a coinvolgerlo sempre più ampiamente nella scelta di modelli di vita rispettosi dei valori ESG.

Un sostegno fondamentale viene dallo studio della *finanza comportamentale*, che nega il postulato della razionalità delle decisioni, e dimostra che esse sono spesso condizionate da *bias* radicati, difficili da rimuovere, il tutto da collocare nel moderno contesto della Intelligenza artificiale che condiziona le scelte oramai di tutti gli operatori economici. Le scienze comportamentali hanno riscoperto quello che Leopardi scriveva il 24 giugno 1820 nello Zibaldone: «Questo è il solito errore di credere che gli uomini si formino da principio un piano, quando la nostra natura composta di cento passioni è sempre piena di incongruenze». Per la verità, una analisi approfondita della finanza comportamentale, confrontata con la «teoria dei giochi» porta a concludere che non è definibile *a priori* quale sia il concetto di «razionale», riferito a un comportamento condizionato da molte variabili, ma resta il fatto che essa segnala proprio la rilevanza di variabili che di fatto condizionano le scelte dei privati, e, un po' meno, quelle degli enti, anche in campo finanziario. La finanza comportamentale, che tra le tante cose sottolinea che l'investitore *retail* è più sensibile al tema del rischio di perdite che non a quello dei guadagni, influisce sul tema della responsabilità dell'intermediario, in un duplice senso. Aumenta i livelli di responsabilità perché impone all'intermediario di tenere presente che l'investitore non è un soggetto necessariamente razionale, e quindi esige un particolare onere di profilatura sia dal punto di vista finanziario, sia dal punto di vista della sostenibilità. L'operatore del mercato finanziario, al quale l'investitore si rivolge, ha anche l'onere di correggere, con una corretta informazione precontrattuale, i pregiudizi e le errate convinzioni del cliente, e questo compito è evidentemente molto delicato, ed esige una adeguata preparazione professionale di emittenti e intermediari, alla quale fanno spesso riferimento le direttive e i regolamenti comunitari. Ma, all'opposto, la finanza comportamentale diminuisce i livelli di responsabilità, perché le sue analisi dimostrano che alcune motivazioni irragionevoli o errate non possono essere rimosse, se non a patto che ci sia una opera di introspezione psicologica non ragionevolmente esigibile da un normale operatore del mercato, anche se congruamente a sua volta formato dal punto di vista professionale.

## 6 Le tutele dell'investitore

Tutto ciò, per concludere, va inserito in una duplice premessa, relativa alle regole di qualunque mercato. La premessa è che la tutela preventiva, normalmente affidata al settore pubblico, è più produttiva della tutela risarcitoria, e che la tutela risarcitoria, per essere effettiva, richiede sistemi giurisdizionali efficienti.

Allo stato attuale della legislazione, resta la prevalenza degli interessi finanziari. Il verificarsi dell'evento dedotto come ipotesi di rischio è però rilevante se e in quanto incida sulle *performance* finanziarie dell'investimento, il che consente, sin da ora, di prospettare la tesi che la mancanza o la perdita di requisiti ESG o, meglio ancora, la impossibilità di realizzarli, è rilevante ai fini della tutela dell'investitore solo quando si accompagni o determini per esso un danno di natura finanziaria. L'interesse ESG deve essere protetto solo se esplicitato. Se il cliente ha espresso preferenze di sostenibilità occorre tenerne conto. L'alternativa per l'intermediario tra la proposta di prodotti finanziari e prodotti sostenibili diventa delicata quando l'investitore non abbia espresso preferenze di sostenibilità. In questo caso, allo stato della odierna legislazione, è opinione del tutto condivisibile che il criterio del rendimento deve prevalere su quello della sostenibilità. Anche l'esame storico della legislazione europea suggerisce che il criterio del rendimento è superiore a quello della sostenibilità. In caso di contrasto di interessi, le stesse Autorità di settore avvertono che *ESG is not the best criterion for the best interest of client*. Esistono tuttavia, per fortuna, prodotti equivalenti che rispettano entrambi i criteri.

Le premesse fin qui esposte portano ad alcune conclusioni che riguardano il tema delle tutele dell'investitore. In primo luogo, è da tutti condivisa l'osservazione che il legislatore comunitario, dal quale provengono i più forti impulsi alla introduzione di regole giuridiche a tutela dell'investitore, non stabilisce, perlomeno su questo punto, regole precise che gli Stati membri debbano attuare, limitandosi alla previsione di discipline sanzionatorie di carattere amministrativo, affidate alle autorità nazionali del settore, o alla previsione di regole che riguardano la concorrenza.

Per quanto riguarda l'attuazione in Italia di una disciplina che possa dirsi direttamente rivolta a proteggere l'investitore sul piano del *greenwashing*, è inevitabile concludere che l'argomento finisce per collocarsi all'interno del sistema vigente, e all'interno del sistema della tutela del consumatore e del risparmiatore, con alcune varianti di cui è però difficile valutare la incidenza sulle conclusioni.

Un necessario passo da compiere, come si è osservato, riguarda l'opportunità di scomporre l'apparente e ingannevole unitarietà delle definizioni che compongono la trama dell'argomento. E ciò riguarda soprattutto l'individuazione dei soggetti tutelati, dei soggetti obbligati, e dei beni o servizi che costituiscono l'oggetto di una contrattazione particolare, di cui deve essere parimenti verificata la natura giuridica. Alla fine, emerge la necessità di valutare la rilevanza degli interessi di ESG dell'investitore, rispetto agli interessi di natura più strettamente finanziaria, e la necessità di concludere

se e come questi interessi particolari possano essere invocati dall'investitore per reclamare un danno e/o per ottenere una tutela di invalidità o di risoluzione del rapporto intercorso con l'operatore finanziario.

Il quadro delle sanzioni esistenti è complesso, ma sostanzialmente inadeguato. Si parte dalle sanzioni Consob del d.lgs. 2016/254, e si passa alla repressione della concorrenza sleale (come ha fatto il Trib Gorizia 25 novembre 2021, successivamente riformato, che ha inibito con provvedimento di urgenza la diffusione di messaggi pubblicitari ingannevoli sui requisiti ecologici di un tessuto). Si può invocare la disciplina della pubblicità ingannevole e quella del Codice di autodisciplina pubblicitaria, che esige dati veritieri e verificabili nella pubblicità sui benefici di carattere ambientale o ecologico. Il *greenwashing* ricade anche all'interno delle pratiche commerciali scorrette, previste dal codice del consumo e in particolare dal d.lgs 2 agosto 2007 n.145, che ha introdotto nuove norme che potrebbero dare vita a una responsabilità pre contrattuale, o a una responsabilità da illecito ex art 2043 c.c. per mero «contatto sociale». Possono esserci *class actions* e tutele collettive ex art 140 *bis* cod. cons. Le sanzioni reputazionali, infine, determinano solo un danno per l'impresa e i suoi *stakeholders* ma non un vantaggio per gli investitori. L'impatto reputazionale è sottolineato da ESMA in *The financial impact of greenwashing controversies* del dicembre 2023, ma si tratta di un pregiudizio che riguarda l'operatore del mercato e che non costituisce un beneficio del consumatore ma un beneficio del mercato. L'impatto negativo reputazionale è all'occorrenza una palese fattispecie di responsabilità patrimoniale di natura particolare dei *managers* nei confronti degli azionisti e dei finanziatori della società.

Più delicato è il tema del risarcimento del danno e della invalidità o risoluzione dei contratti. Il tema confina con quello delle garanzie nella vendita, e con quello delle garanzie per il *greenwashing* in campo commerciale, e sarebbe interessante, *de iure condendo*, che il legislatore, europeo o nazionale, prendessero in considerazione la prospettiva di prevedere obblighi di garanzia, che però, a prima vista, non appaiono compatibili con la natura della attività finanziaria, e con i rischi naturali che essa comporta. Restando invece nell'ambito della casistica giurisprudenziale sino ad oggi emersa per controversie bancarie e finanziarie, si può partire dalla previsione dell'art 23 c.6 del TUF e, tenendo presente la distinzione tra contratto quadro e singole operazioni esecutive, si può ricordare che Cass. SS.UU. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, ha rigettato la tesi della nullità del contratto esistendo una efficace tutela risarcitoria del risparmiatore con agevolazione probatoria a favore dell'investitore. Nelle pagine che precedono ho cercato di mettere in risalto quali sono le criticità di un approccio ermeneutico che tenti di attribuire al risparmiatore una specifica tutela risarcitoria o demolitoria per la violazione degli scopi ESG che caratterizzano il suo investimento; una tutela diversa e più ampia di quella che allo stesso può essere riconosciuta oggi sulla base del sistema che si è formato a proposito del tema risalente della tutela del consumatore. L'aspetto più delicato riguarda il riconoscimento di una "giustiziabilità" autonoma degli interessi di sostenibilità attraverso strumenti risarcitori analoghi a quelli che esistono in caso di violazione di interessi finanziari, e a questo aspetto critico vanno aggiunte le considerazioni sulla distribuzione della responsabilità tra vari soggetti che a vario titolo e a vario livello intervengono nel processo di formazione della volontà di

investimento; la responsabilizzazione dell'investitore; la impossibilità di liberare la finanza dai suoi specifici rischi di impresa e, complessivamente alla fine, la oggettiva difficoltà di realizzare riforme veramente innovative e coerenti con le tendenze espresse dalla moderna evoluzione della legislazione sovranazionale.

## Bibliografia

- AA.VV., *Sostenibilità Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. Massa, Torino, Giappichelli, Torino, 2019
- AA.VV., *L'impresa sostenibile Alla prova del dialogo dei saperi*, a cura di D. Caterino e I. Ingravallo, Lecce, EuriConv, 2020
- F. ADRIA, N. LINCIANO, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in CONSOB - Discussion papers n. 11, 2022
- H. AJI, B. SUTIKNO, *The Extended Consequence of Greenwashing: Perceived Consumer Skepticism*, in *International Journal of Business and Information*. 10. pp. 433 ss.
- G. AMATO, N. PIEROTTI, R. BENVENUTO, *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la sfida delle sustainability disclosures* in *dirittobancario.it*, 15.3.2021
- C. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, 2022
- C. AMATUCCI E G. MOLLO, *Sustainable Growth and the Role of Artificial Intelligence in Improving Circular Economy*, in *Law & Digital Technologies*, Vol. 2, N° 1, 2022
- S. ANCHINO, A. CIAVARELLA, P. DERIU, ET. AL., *Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia. Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di stewardship da parte dei gestori di attivi*, *Quaderno di finanza sostenibile* n. 2, 2022
- C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018
- M. ARRIGONI, *Finanza sostenibili, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2023, pp. 261 ss.
- D. AVRAMOV, S. CHENG, A. LIQUI, A. TARELLI, *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 145, n.2, 2022, pp. 642 ss.
- E. BELISARIO, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure: il D. Lgs. n. 254/16 di attuazione della dir. 2014/95/UE*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017
- F. BERG, J. KÖLBEL, R. RIGOBON, *Aggregate confusion: the diverge of ESG ratings*, in *Review of Finance*, vol. 26, n. 6, 2022
- M. BODELLINI, *La gestione collettiva del risparmio davanti alla sfida della sostenibilità tra ambiguità normative e difficoltà applicative*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2022, pp. 599 ss.

- C. BOVINO, *Verso un'economia circolare: la revisione delle direttive sui rifiuti*, in *Ambiente*, 2014
- S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obbligo degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018
- V. BUONOCORE, *Etica degli affari, impresa etica e impresa socialmente responsabile*, in *La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di G. Conte, Roma-Bari, 2008
- D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 18 *Capital Markets Law Journal* 3, 2023
- V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I
- M. CAPPUCCI, *The ESG Integration Paradox*, *Journal of Applied Corporate Finance*, in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 30, n. 2, 2018, pp. 22 ss.
- F. CAPRIGLIONE, *Le criptoattività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3, 2022
- E. CERRATO GARCIA, *Navigating the Landscape of EU Sustainable Finance Regulation: Challenges and Imperatives*, Ph D Dissertation, Bologna, 2024
- M. COCCONI, *Studi in tema di economia circolare*, Macerata, 2019;
- M. COCCONI, *Il diritto dell'economia circolare e l'art. 41 della Costituzione*, in *RQDA*, 2020
- V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation Sustainable Finance as a New Policy Goal*, in *Jan institute for company & financial law*, 2022
- V. COLAERT, *On the Sustainability of the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in *Jan institute for company & financial law*, 2024
- L. COLELLA, *La governance climatica e la missione dei "Comitati consultivi" per il clima. Esperienze europee*, in *Queste istituzioni*, 1, 2024.
- COMMISSIONE EUROPEA, *L'economia circolare. Collegare, generare e conservare il valore*, in [https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/economia\\_circolare/ce\\_economia\\_circolare\\_depliant.pdf](https://www.minambiente.it/sites/default/files/archivio/allegati/economia_circolare/ce_economia_circolare_depliant.pdf)
- COMMISSIONE EUROPEA, *SFDR Q&A*, 2021
- M. CONDEMI, *Criteri e "rating ESG" nel quadro del principio di sostenibilità e della correlata transizione*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, n. 1, 2023, pp. 169 ss.
- CORPORATE REPORTING FORUM, 2020, p. 29 in [www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it).
- D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini Consob*, *Quaderno di finanza sostenibile* n. 3, 2022
- R. COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa. Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2006

- M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario, crisi economico-finanziaria e finanza sostenibile*, in Riv. soc., 2021
- M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in Banca, impr., soc., 3, 2022
- M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in BBTC, 2023
- C. G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla instenibile leggerezza dello scopo sociale alla obbligatoria sostenibilità della due diligence)*, in Banca, impr., soc., n. 3, 2022
- C. G. CORVESE, *La proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano*, in Orizz. dir. comm., 2023
- A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili; tutela dell'investitore e contrasto al green washing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio* in Rivista di diritto bancario, 2022
- S.V DE FREITAS NETTO, M.F.F SOBRAL, A.R.B. RIBEIRO, ET AL., *Concepts and forms of green-washing: a systematic review*, in Environ., sci., eur., vol. 32, n. 19, 2020
- P. DE GIOIA CARABELLESE, *Corporate Social Responsibility e Common Law*, in Giur. Comm., I, 2019
- A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019
- A. DEL GIUDICE, C. GALLUCCI, R. SANTULLI, *I rating ESG: un confronto internazionale*, in FIN-GOV. Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance, 2024
- P. DELACOTE, T. HORTY, A. KONTELEON, ET AL., *Strong transparency required for carbon credit mechanisms*, in Nature sustainability, 2024
- M. DELL'ERBA, M. DORONZO, *Sustainability gatekeepers: ESG ratings and data providers*, in University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 25, n. 2, 2023, pp. 356 ss.
- F. DE LEONARDIS, *Economia circolare: saggio sui suoi diversi aspetti giuridici. Verso uno Stato circolare*, in Dir. amm., 2017
- T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in Giur. comm., 4, 2023, pp. 607 ss.
- T. DOYLE, *Ratings that don't rate: the subjective world of ESG ratings agencies*, in ACCF American Council for Capital Formation, 2018
- L. EINAUDI, *Banche con aggettivi*, originariamente pubblicato su *Il Corriere della Sera*, 23 agosto 1924, poi ripubblicato in *Selected Economic Essays*, Ente per gli studi monetari, Basingstake, Palgrave Macmillan, 2006

- F. ELDERSON, *Come hell or high water: addressing the risks of climate and environment-related litigation for the banking sector*, 2023 ECB Legal Conference, Frankfurt, 2023
- ESMA, *ESG ratings: Status and key issues ahead*, 2021, in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv\\_2021\\_1-esg\\_ratings\\_status\\_and\\_key\\_issues\\_ahead.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/trv_2021_1-esg_ratings_status_and_key_issues_ahead.pdf)
- ESMA, *Strategy 2023-2028*, settembre 2022
- ESMA, *Progress Report on Greenwashing*, ESMA30-16684 16927-2498, 31 maggio 2023
- ESMA, *Public Statement on Guidelines on funds' names using ESG or sustainability related terms*, 14 dicembre 2023
- ESMA 36-287652198-2699, *Response to the European Commission's request for input on "greenwashing" risks and the supervision of sustainable finance policies*, 4 giugno 2024
- R. FERRARA, *Brown economy, green economy, blue economy: l'economia circolare e il diritto dell'ambiente*, in *Il Piemonte delle Autonomie – Rivista quadrimestrale di scienza dell'Amministrazione promossa dal Consiglio regionale del Piemonte*, 2018
- FINANCE WATCH, *Regulating ESG ratings to strengthen sustainable investors. A Finance Watch Policy Brief*, n. 23, 2023
- S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I
- F. FRACCHIA, *Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future*, in *Rivista Quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente*, 2010
- F. FRACCHIA, *Lo sviluppo sostenibile. La voce flebile dell'altro fra protezione dell'ambiente e tutela della specie umana*, Napoli, 2010
- F. FRACCHIA, *Il principio dello sviluppo sostenibile*, in M. Renna e F. Saitta (a cura di), *Studi sui principi di diritto amministrativo*, Milano, 2012
- A. GALANTI, *La giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo sulla tutela dell'ambiente: approdi, prospettive e portata precettiva*, in *Questione Giustizia*, 2022
- M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability. ESG ratings and benchmarks in the European Union*, in *European Capital Markets Institute*, n. 15, 2022
- M. GARGANTINI, M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 4, 2023, pp. 637 ss.
- A. GENOVESE, *La gestione sostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, il Mulino, Bologna, 2023

- M. GHITTI, G. GIANFRATE, L. PALMA, *The agency of greenwashing*, *Journal of Management and Governance*, in *Journal of Management and Governance*, vol. 17, n. 3, 2023
- S. GILOTTA, *Green Bonds: A Legal and Economic Analysis*, in *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, 2023
- P. GRECO, *Lo sviluppo sostenibile: dal vertice di Rio a quello di Johannesburg*, Milano, 2003
- R. HEEDE, *Tracing Anthropogenic Carbon Dioxide and Methane Emissions to Fossil Fuel and Cement Producers, 1854–2010*, in *Climatic Change*, 2014
- D. A. KYSAR, B. EWING, *Prods and Pleas: Limited Government in an Era of Unlimited Harm*, in Yale Law School, 2011
- R. IBBA, *L'introduzione di obblighi concernenti i fattori ESG a livello UE: dalla Direttiva 2014/95 alla proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability due diligence*, in BBTC, 2023
- ICMA, *Green Bond Principles*, 2021, in <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf>
- W. INGO, *Sense and Nonsense in ESG Ratings*, in *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2020
- I. IOANNOU, G. KASSINIS, G. PAPAGIANNAKIS, *The Impact of Perceived Greenwashing on Customer Satisfaction and the Contingent Role of Capability Reputation*, in *Journal of Business Ethics*, 2018
- LABORATORIO REF RICERCHE, *Cittadini, lavoratori e comunità locali: la prossima frontiera della Tassonomia UE*, 2022, in <https://laboratorioref.it/tassonomia-europea-e-settore-idrico-ora-tocca-agli-aspetti-sociali/>
- D. C. LANGEVOORT, *Disasters and Disclosures: Securities Fraud Liability in the Shadow of a Corporate Catastrophe*, *Georgetown Law Journal* 107, 2019
- A. LANZA, *Lo sviluppo sostenibile*, Bologna
- D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bond. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca, impr., soc.*, n. 1, 2021
- M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Riv. comm. int.*, n. 1, 2023
- G. LIACE, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca, impr., soc.*, n. 3, 2018
- N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA ET AL., *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* n. 1, 2021
- R. LOMONACO, *Sviluppo sostenibile e difesa dei diritti umani*, Roma, 2004

- C. MACCHI, *The Climate Change Dimension of Business and Human Rights: The Gradual Consolidation of a Concept of 'Climate Due Diligence*, in *Business and Human Rights Journal*, 6, 2020
- E. MACCHIAVELLO, M. SIRI ET AL., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, Giappichelli Editore, 2024, Torino
- R. MARINO, *La tutela dell'investitore retail, tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici*, in *Giust. civ.*, n. 1, 2023, pp. 105 ss.
- C. H. MARTINS, *Competition and ESG practices in emerging markets: Evidence from a difference in differences model*, in *Finance Research Letters*, vol. 46, 2022
- M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019
- A. W. MONTGOMERY, T. P. LYON, J. BARG, *No End in Sight? A Greenwash Review and Research Agenda*, in *Organization & Environment*, 2023
- R. NARINX, *Green bonds: the search for a proper regulatory framework to protect investors against greenwashing*, in *University of Toronto Faculty of Law Review*, vol. 82, n. 1, 2024
- OECD, *OECD due diligence guidance for responsible business conduct*, 2018, in <http://mneguidelines.oecd.org/OECD-Due-Diligence-Guidance-for-Responsible-Business-Conduct.pdf>
- G. PAULI, *Blue economy 2.0*, Milano, 2015
- M. PENNASILICO, *Emergenza e ambiente all'epoca pandemica. Verso un diritto dello «sviluppo umano ed ecologico»*, in *Giust. civ.*, 2021
- V. PEPE, *Lo sviluppo sostenibile tra diritto internazionale e diritto interno*, in *Riv. Giur. Amb.*, 2002
- V. PEPE, *Lo sviluppo sostenibile tra governo dell'economia e profili costituzionali*, Piacenza, 2002
- A. PISANÒ, *L'impatto dei contenziosi sulla crisi climatica. Il paradosso delle sentenze vuote*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, n. 1, 2024
- M. PYKA, *The EU Green Bond Standard: A Plausible Response to the Deficiencies of the Green Bond Market?*, in *European Business Organization Law Review*, 2023
- G. PULEIO, *Rimedi civilistici e cambiamento climatico antropogenico*, in *Persona e Mercato*, 3, 2021
- G. RACUGNO E D. SCANU, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso il Green deal europeo*, in *Giur. comm.*, 2022, I
- D. RAMOS MUÑOZ, M. LAMANDINI, M. SIRI, *The Implementation of the Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR)*, publication for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2024

- D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, A. SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change (Part 1): Does Climate Change Fit in Central Banks' Mandates?*, 6 Bus. & Fin. L. Rev 213, 2023
- D. RAMOS MUÑOZ, A. CABRALES, A. SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change (Part 2): Can Central Banks Intervene Now? And How?*, 6 Bus. & Fin. L. Rev 213, 2023
- R. RANDAZZO, F. G. PEROZZI, *EU Sustainable Finance and Greenwashing: Where Are We and What Lies Ahead?*, in *Business Law International*, n. 24, 2023
- F. RIGANTI, *La gestione "sostenibile" del "risparmio gestito". Divagazioni sull'articolo 47 della Costituzione (e non solo)*, in *Contratto e impresa Europa*
- C. A. RUSSELL, B. PARGUEL, *Can Nature-Evoking Elements in Advertising Greenwash Consumers? The Power of 'Executorial Greenwashing*, in *International Journal of Advertising*, n. 34, 2015, pp. 107 ss.
- E. SCOTTI, *Poteri pubblici, sviluppo sostenibile ed economia circolare*, in *Dir. dell'Economia*, 2019
- J. SETZER, H. NARULLA, C. HIGHAM, E. BRADEEN, *Climate Litigation in Europe*, London and Brussels, Grantham Research Institute, 2022
- J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in LSE, 2024
- M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca*, impr., soc., n. 1, 2020
- J. SOLANA, *Climate Litigation in Financial Markets: A Typology*, in 9 *Transnational Environmental Law* 1, 2020
- K. SOOHUN, A. YOON, *Analyzing Active Fund Managers' Commitment to ESG: Evidence from the United Nations Principles for Responsible Investment*, in *Forthcoming, Management Science*, 2020
- M. STELLA RICHTER, *Long-termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, p. 16; P. Benazzo, *Organizzazione e gestione dell'«impresa complessa»: compliance, adeguatezza ed efficienza. Ex pluribus unum*, in *Riv. soc.*, 2020
- G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020
- G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *A.G.E.*, n. 1, 2022
- S. THOBANI, *Pratiche commerciali scorrette e sostenibilità: alla ricerca di un significato*, in *Persona e Mercato*, 3, 2022
- M. TOMMASO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.* 2023, I
- D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento*, in *dirittobancario.it*, 4 luglio 2022

- F. VANETTI, *I cambiamenti climatici tra cause civili, scelte politiche e giurisdizione amministrativa*, in *RGA on line*, 52, 2024; L. Butti, *Chi decide sulle politiche climatiche? contenzioso climatico, separazione dei poteri e 'Rule of Law'*, in *RGA on line*, 2024
- F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023
- F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca*, impr., soc., n. 1, 2024
- D. ZHANG, *Environmental regulation and firm product quality improvement: How does the greenwashing response?*, in *International Review of Financial Analysis*, vol. 80, 2022
- F. ZORZI GIUSTINIANI, *Contenzioso climatico e diritti umani: il ruolo delle corti europee sovranazionali*, in *federalismi.it*, 2023

## Recenti pubblicazioni

- 33** – febbraio 2025  
Quaderni giuridici  
*Greenwashing* e tutela del consumatore per un'economia sostenibile  
*A. Bassi, M. Lamandini, G. Mollo, A. Troisi e F. Vella*
- 32** – gennaio 2025  
Quaderni giuridici  
La *gamification* degli investimenti finanziari  
*C. Brescia Morra, D. Colonnello, M. Gargantini, G. Sandrelli e G. Trovatore*
- 31** – maggio 2024  
Quaderni giuridici  
Assistenza finanziaria e "operazioni baciate"  
*A. Paolini, T.N. Poli;*  
*con presentazione di C. Angelici*
- 30** – gennaio 2024  
Quaderni giuridici  
*Senior non-preferred bonds* e tutela degli investitori  
*F. Ciraolo, F. Savasta*
- 29** – maggio 2023  
Quaderni giuridici  
AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?  
*F. Consulich, M. Maugeri, C. Milia, T.N. Poli, G. Trovatore*
- 28** – aprile 2023  
Quaderni giuridici  
La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore  
*F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi*  
*con prefazione di A. Sciarrone Alibrandi*
- 27** – marzo 2023  
Quaderni giuridici  
Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?  
Atti del convegno ACF – ANSPC – Sapienza Università di Roma  
*Roma, Auditorium CONSOB, 24 ottobre 2022*
- 26** – febbraio 2023  
Quaderni giuridici  
Autorità indipendenti, anticorruzione e *whistleblowing*: le questioni aperte  
Atti del convegno CONSOB – AGCM – Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"  
*Roma, Auditorium CONSOB, 14 ottobre 2022*
- 25** – gennaio 2023  
Quaderni giuridici  
Tokenizzazione di azioni e azioni *tokens*  
*P. Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli;*  
*con presentazione di A. Stagno d'Alcontres*

- 11** – novembre 2022  
Discussion papers  
Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza  
*Follow up* dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani  
*F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso*
- 89** – settembre 2022  
Quaderni di finanza  
Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane  
*M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso*
- 24** – giugno 2022  
Quaderni giuridici  
Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale:  
una ricerca per un nuovo tipo di emittente  
*D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi*
- 23** – maggio 2022  
Quaderni giuridici  
Gli sviluppi tecnologici del diritto societario  
*a cura di*  
*M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini*
- 10** – luglio 2021  
Discussion papers  
L'industria del post-trading  
*S.G. Lo Giudice*
- 9** – gennaio 2021  
Discussion papers  
Le OPA in Italia dal 2007 al 2019  
Evidenze empiriche e spunti di discussione  
*F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener*
- 22** – ottobre 2020  
Quaderni giuridici  
The Prospectus Regulation. The long and winding road  
*S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale*  
*introduced by Carsten Gerner-Beuerle*
- 88** – novembre 2019  
Quaderni di finanza  
Who intends to become financially literate?  
Insights from the Theory of Planned Behaviour  
*F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita*
- 21** – settembre 2019  
Quaderni giuridici  
A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?  
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob  
*Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018*
- 20** – gennaio 2019  
Quaderni giuridici  
La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica  
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie  
*S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola*
- 19** – gennaio 2019  
Quaderni giuridici  
Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:  
Problemi e prospettive  
*S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli*