

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

4 / 2022

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Cocozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Gaspare, F. Gaspari, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, P. Messina, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

G. Alpa, L. Appio, A. Cilento, L. Di Donna, P. Gaggero, P. Messina, A. Miglionico, F. Moliterni, M. Ortino, M. Pellegrini, M. Romano, C. Rossano, I. Sabbatelli, A. Sacco Ginevri, M. Sepe, V. Troiano

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari delle banche* (Preliminary thoughts on the new discipline of banking ownership structure).....366

DOMENICO SICLARI – *La tutela stragiudiziale in ambito bancario, finanziario e assicurativo: problemi e prospettive* (Out-of-court protection in banking, finance and insurance: problems and perspectives).....395

SUSANNA QUADRI – *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile* (New Horizons for Truly Sustainable Finance).....406

FRANCESCO GUARRACINO – *Il regime transitorio e di prima applicazione della nuova disciplina sugli assetti partecipativi delle banche nel d.lgs. 8 novembre 2021, n. 182* (The transitional and savings provisions in the framework of the new rules on the prudential assessment of qualifying holdings in the Legislative Decree No. 182 of 8 November 2021).....446

VARIETÀ

STEFANO CAPPIELLO – *Impresa, società, e mercato finanziario sostenibili: chi decide e sulla base di quali informazioni?* (Sustainability in corporate governance and financial markets: who decides and on the basis of what information?).....465

VITO BEVIVINO – *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni* (The ESG business of banks and the prospects for reform of the European prudential regulation of ESG information).....484

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

GIAMPAOLO PARODI – *Priorità del giudizio costituzionale e disapplicazione. In margine alla sentenza della Corte Costituzionale n. 149 del 2022* (Priority of the Constitutional judgment and disapplication. In the margin to the judgment of the Constitutional Court n. 149 of 2022), nota a sentenza della Corte Costituzionale del 16 giugno 2022 n. 149.....148

JACOPO PAOLONI – *Abuso di informazioni privilegiate tra libertà di stampa e tutela dell'integrità dei mercati finanziari* (Insider dealing between press freedom and protection of the financial markets' integrity), nota a sentenza della Corte di Giustizia UE del 15 marzo 2022, C-302/20.....194

CATERINA PISTOCCHI – *Note su assetti proprietari delle banche e interessi tutelati* (Notes on banks' ownership structures and protected interests), nota a sentenza del Tribunale UE dell'11 maggio 2022, T-913/16.....223

NUOVI ORIZZONTI PER UNA FINANZA REALMENTE SOSTENIBILE *

(New Horizons for Truly Sustainable Finance)

ABSTRACT: *Sustainable finance is an essential component of the sustainable transition. The protection of interests related to the pursuit of sustainability objectives must be pursued through rules that increase awareness of change in terms of risks and changing needs of banking and financial governance, while at the same time favoring an evolution of supervision. In particular, there is a need for an evolution of the legislation that takes greater account of the social dimension in the context of sustainable activities and services, to achieve a balance between environmental protection, economic development and social well-being, equally distributed.*

SOMMARIO: 1. Inquadramento del tema e sviluppo dell'indagine – 2. Il concetto di “finanza sostenibile” nel settore bancario e finanziario – 3. Benefici degli investimenti sostenibili nella performance finanziaria aziendale – 4. Rischi della sostenibilità finanziaria e “idoneità” degli intermediari – 5. Nuovi orizzonti della vigilanza finanziaria – 6. Normativa di riferimento – 7. Conclusioni: la finanza sostenibile strumento essenziale per il perseguimento di obiettivi “reali” di sostenibilità.

1. La cd. “finanza sostenibile” è un tassello fondamentale per il perseguimento della transizione dell'economia in direzione dell'attuazione concreta del principio dello sviluppo sostenibile, sia a livello internazionale ed europeo che in ambito nazionale¹.

*Contributo approvato dai revisori.

¹ «In essence, sustainable development is a process of change in which the exploitation of resources, the direction of investments, the orientation of technological development, and institutional change are all in harmony and enhance both current and future potential to meet human needs and

Le connessioni tra il concetto di finanza sostenibile e la realizzazione degli obiettivi di sostenibilità inducono a constatare una radicale evoluzione degli interessi da tutelare nel settore finanziario. La protezione di tali interessi va perseguita mediante regole che accrescano la consapevolezza del cambiamento in termini di rischi, di valori e di mutate esigenze di *governance* bancaria e finanziaria, favorendo al tempo stesso un'evoluzione della vigilanza idonea ad enfatizzare il ruolo cruciale della finanza per il raggiungimento di obiettivi "reali" di sviluppo sostenibile².

Dopo aver definito i caratteri principali della finanza sostenibile, nel presente studio esamineremo le particolari connotazioni dei rischi finanziari legati alla sostenibilità e della gestione bancaria che deve derivarne. Conseguentemente, tratteremo le relative prospettive di sviluppo nel settore della vigilanza e della regolazione, soffermandoci infine sul quadro normativo di riferimento in materia di finanza sostenibile ed evidenziandone gli aspetti critici in funzione di una concreta realizzazione degli obiettivi di sostenibilità.

2. La "finanza sostenibile" è l'attività finanziaria finalizzata alla realizzazione di obiettivi di sviluppo sostenibile. Essa implica l'impiego di capitali per lo sviluppo

aspirations» (*cors. nostro*): cfr. BRUNDTLAND Report, *Our Common Future*, 1987, part. I, chapter 2, I, 15.

² Per approfondimenti recenti sul tema oggetto di indagine si veda, in particolare, BOFFO, PATALANO, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD, Paris, 2020; BUSCH, *Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector*, *EBI Working Paper Series*, n. 70/2020; AA.VV., *La finanza per lo sviluppo sostenibile: Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, CONSOB, giugno 2021; BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercato nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021, p. 197 ss.; LA TORRE, CHIAPPINI, *Sustainable Finance. Emerging Challenges and Opportunities*, in LA TORRE, CHIAPPINI (eds.), *Contemporary Issues in Sustainable Finance. Financial Products and Financial Institutions*, London, 2021, p.1 ss.; DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2022; FRANZA, *La nuova strategia in materia di finanza sostenibile e proposte normative in tema di European Green Bond e tassonomia*, in *Il diritto dell'economia*, n. 1/2022, pp. 45 ss.; SANNA, *La finanza sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. n. 2 al n. 1/2022, p. 215 ss.

di attività aventi un impatto positivo sull'ambiente, sulla società e sulle generazioni future, allo scopo di generare valore nel lungo periodo sia in termini economici che di sostenibilità³.

Gli investimenti sostenibili sono convenienti per le aziende che realizzano l'attività finanziata, per gli investitori e per la società, generando un valore aggiunto che diventa sempre più rilevante man mano che la realizzazione concreta degli obiettivi di sostenibilità incrementa le scelte dei consumatori nei confronti delle relative attività. Tale meccanismo innesca un circuito di guadagno "virtuoso" e, nel lungo periodo, decisamente maggiore rispetto a quello prodotto da attività non sostenibili⁴.

La convergenza di interessi pubblici e privati nel concetto di finanza sostenibile è determinata da diversi fattori.

In primo luogo, la necessità di coinvolgere i privati negli obiettivi di sviluppo è generata dalla scarsità di risorse pubbliche, insufficienti a conseguire i risultati prefigurati a livello di politiche amministrative. D'altra parte, sia gli investitori che le aziende ottengono notevoli risultati positivi dal perseguimento delle attività sostenibili, tra i quali emergono i cd "effetti reputazionali", che scaturiscono dal rispetto dei principi relativi alla responsabilità ambientale e sociale di impresa ed

³ Con riferimento all'industria finanziaria la crisi, la pandemia, i cambiamenti climatici hanno evidenziato in misura sempre maggiore i «limiti di un modello organizzativo nel quale la logica del benessere, declinata nelle modalità tipicamente proprie di un capitalismo avanzato, ha assunto un ambito prospettico negativo»: cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 24. La finanza sostenibile rappresenta una reazione concreta ai limiti evidenziati dell'attività bancaria e finanziaria. Per un monitoraggio sulla crescita interna ed europea degli investimenti sostenibili nell'ultimo biennio si veda CONSOB, *Principali tendenze in tema di investimenti sostenibili e criptoattività*, giugno 2022.

⁴ Alle autorità di regolamentazione è demandato, dunque, il compito di delineare una normativa (e a quelle di vigilanza di facilitarne l'attuazione) finalizzata ad arginare i rischi correlati al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità, individuandoli e presidiandoli mediante una sempre più proficua cooperazione con la *governance* del settore finanziario che incoraggi una maggiore competenza e professionalità degli intermediari nella realizzazione della transizione sostenibile. In tal modo, artefice principale della creazione di un valore aggiunto in termini di sostenibilità e di profitto "eticamente corretto", il comparto finanziario tornerà protagonista di una "sana e prudente" gestione di risparmi e investimenti, essenziale per garantire una ripresa della società equa e inclusiva.

accrescono il consenso del pubblico, con conseguenti ricadute anche sul piano economico⁵.

La confluenza di finanziamenti pubblici e privati in funzione di una maggiore sostenibilità è accompagnata da un'evoluzione degli stessi obiettivi di finanziamento, sempre più orientati verso il conseguimento di finalità di natura sociale e di *governance*, oltre che prettamente ambientali.

Peraltro, affinché gli investimenti diano un impulso effettivo alla realizzazione di risultati concreti in termini di sostenibilità è necessario individuare dei criteri univoci che delineino la sostenibilità degli investimenti e delle attività economiche. Ciò risulta indispensabile anche per disegnare un quadro normativo che conferisca certezza giuridica per gli investitori, mediante la garanzia che i capitali investiti confluiranno in attività realmente sostenibili.

In tale contesto, i criteri "ESG" (*Environment, Social and Governance*) rappresentano degli indicatori che consentono di esaminare l'attività di un emittente, sia privato che pubblico, oltre che in relazione agli aspetti finanziari, anche sotto il profilo ambientale, sociale e di buona *governance*. La gestione di capitali con strategie d'investimento sostenibile e responsabile, in continuo aumento, sempre più spesso prende in considerazione detti criteri.

Con l'acronimo ESG, nell'ambito della valutazione relativa ad investimenti responsabili ci si riferisce all'impatto di determinate attività su ambiente e territorio, a quello sociale, nonché agli aspetti gestionali di tali attività.

Il primo criterio descrive numerosi parametri come l'attenzione al cambiamento climatico, alla sicurezza alimentare, al contenimento delle emissioni di anidride carbonica, ovvero ai tentativi di ridurre l'utilizzo delle risorse naturali.

⁵ Per approfondimenti sull'attività delle imprese mirata al perseguimento della sostenibilità si rinvia a GILLAN, KOCH, STARKS, *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 66, 2021, 101889, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119921000092>; nonché a CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 1/2022, p. 1 ss.

Il secondo criterio riguarda la misura in cui tale attività contribuisce al benessere degli abitanti del territorio nel quale essa si svolge, in primo luogo alla qualità della vita, nonché a tutte le componenti che possono contribuirvi, come la disponibilità di beni e servizi adeguati (tra i quali riveste un ruolo cruciale l'energia), la sicurezza, il rispetto dei diritti umani, delle condizioni di lavoro e del principio di non discriminazione.

Il terzo criterio si riferisce a tutti gli aspetti relativi alla *governance*, con le relative responsabilità.

L'utilità degli indicatori ESG è direttamente proporzionale alla loro applicazione univoca e le strategie basate su tali criteri, se confrontate con i modelli d'investimento tradizionali, nel lungo periodo arrecano sensibili benefici anche in termini di riduzione di rischio di portafoglio⁶. Il problema più rilevante è dunque rappresentato dalle diverse interpretazioni dei suddetti indicatori, che ne sminuiscono la funzione di parametri certi di sostenibilità delle diverse attività e, conseguentemente, degli investimenti che le finanziano.

Altre difficoltà derivano dall'applicazione effettiva dei criteri in questione, non sempre attuata dalle imprese. Gli standard ESG non sono universalmente accettati e rispettati, e in alcune aziende dilaga il fenomeno del c.d. *greenwashing*, cioè la proclamazione di altissimi criteri di sostenibilità dell'attività esercitata non corrispondenti alla realtà⁷.

⁶ Cfr., in particolare, EL GHOUL, GUEDHAMI, KWOK, MISHRA, *Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*, in *Journal of Banking & Finance*, 2011, vol. 35, issue 9, p. 2388 ss.; SASSEN, HINZE, HARDECK, *Impact of ESG factors on firm risk in Europe*, in *Journal of Business Economics*, 2016, vol. 86, p. 867 ss.; DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, cit., p. 4.

⁷ «I casi di *greenwashing* stanno emergendo ogni giorno in Europa e negli Stati Uniti. Il segmento degli investimenti sostenibili o ESG (...) ha avuto una crescita esponenziale senza precedenti, passato da prodotto di nicchia soltanto 15 anni fa fino al record di 2,7 mila miliardi di dollari di asset gestiti dai fondi ESG nel 2021. Il rischio è che dietro parole come green, ESG, sostenibile, social bond si nascondano soltanto operazioni di marketing, con informazioni ambientali fuorvianti, vaghe, non attendibili e nessuna prova concreta degli obiettivi di sostenibilità, che, invece, dovrebbero essere la matrice degli stessi». Cfr. RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 219).

La bassissima coerenza tra ciò che è dichiarato e ciò che realmente è attuato ha dato impulso alla normativa che prevede stringenti obblighi informativi relativi ad alcuni aspetti della gestione delle realtà imprenditoriali delle grandi società, diversi dai bilanci o rendiconti finanziari. Tali obblighi riguardano informazioni inerenti la sostenibilità aziendale, le questioni sociali e il trattamento delle risorse umane, nonché le attività poste in essere a favore del territorio circostante e i programmi di educazione finanziaria aventi come destinatari le persone vulnerabili⁸.

Le questioni relative all'univocità dell'interpretazione dei criteri ESG non sono, tuttavia, risolte, come si evince dalla normativa di riferimento nell'UE relativa alla finanza sostenibile. In particolare, quanto osservato risulta evidente dal Regolamento UE 2020/852 (c.d. *Regolamento tassonomia*)⁹, il quale, pur rappresentando – attualmente – l'atto fondamentale relativo all'istituzione di un quadro normativo che favorisca gli investimenti in attività sostenibili, che dovrebbe dunque specificare in primo luogo i requisiti e i caratteri di tali investimenti e attività, si riferisce in realtà alle attività "ecosostenibili", indicando all'art. 3 esclusivamente criteri di sostenibilità ambientale e tralasciando del tutto gli aspetti "sociali" della sostenibilità.

Come ribadiremo alla fine del presente studio, la critica più accesa che va mossa, a nostro parere, alla normativa dell'UE in materia di finanza sostenibile è quella di non aver affrontato insieme i diversi aspetti della sostenibilità che devono essere rispettati dagli investimenti e dalle attività per essere ritenuti realmente sostenibili, dando esclusiva rilevanza – almeno fino ad oggi – alle tematiche ambientali, senza tener conto di componenti essenziali della sostenibilità, come il benessere di larga parte della popolazione ancora in condizioni di povertà e il

⁸ Sul punto, v. *infra*.

⁹ 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 e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

miglioramento della qualità della vita arrecato dalla riduzione delle diseguaglianze economiche¹⁰. La dovuta considerazione degli aspetti sociali nei parametri normativi di sostenibilità degli investimenti e delle attività finanziate dettati dalla disciplina dell'Unione europea potrebbe giustificare l'inclusione di alcune attività – contestate dal punto di vista dell'idoneità a tutelare l'ambiente ma molto rilevanti per la promozione della sostenibilità economica e sociale – tra quelle ritenute sostenibili nei regolamenti delegati¹¹.

3. Con riferimento alle aziende, l'aspetto della sostenibilità è uno dei fattori più rilevanti per la programmazione dell'attività, al fine di una crescita che arrechi benefici sia alla struttura aziendale che alla società¹². Di conseguenza ed in modo

¹⁰ Con particolare riferimento all'attività economico finanziaria, la normativa finalizzata ad attuare una sana transizione sostenibile dovrebbe innescare «un innovativo percorso orientato non solo alla neutralità ambientale, ma anche alla promozione di interventi nel sociale (dalla salvaguardia dei diritti umani, alla riduzione delle diseguaglianze economiche, alla parità di genere e al contrasto alla povertà sistemica di larghi strati della popolazione), che si accompagnano ad una governance imprenditoriale che ne supporti l'attivazione». Si veda, in tal senso, CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 28.

¹¹ I criteri ESG dovrebbero essere integrati nel quadro normativo relativo alla finanza sostenibile, nel perseguimento di una strategia mirata al bilanciamento tra gli obiettivi di tutela ambientale e quelli di benessere e sviluppo sociale: cfr., sul punto, EBA, *Discussion Paper on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, October 2020, <https://www.eba.europa.eu> ; nonché MARUCCI, *Finanza sostenibile e tassonomia europea. Una spinta verso l'economia verde*, INAPP, Roma, 2022, p. 33 ss. Analoghi approfondimenti relativi alla promozione di una finanza sostenibile attenta al "sociale" in BUGG-LEVINE, KOGUTE, KULATIKALA, *A New Approach to Funding Social Enterprises*, in *78 Harvard Business Review*, 90, n.1/2, 2012, p.118 ss.; SIIT - SOCIAL IMPACT INVESTMENT TASKFORCE, *La Finanza che include. Gli investimenti a impatto sociale per una nuova economia*. Rapporto Italiano della Social Impact Investment Task Force istituita in ambito G8, Roma, 2014; MIGNONE, *Finanza alternativa e innovazione sociale. Prolegomeni ad una teoria dell'«impact investing»*, in S.I.S.Di.C (a cura di), *Benessere e regole dei rapporti civili. Lo sviluppo oltre la crisi*. Atti del IX Convegno Nazionale in ricordo di Giovanni Gabrielli. 8-10 maggio 2014, Napoli, 2015, p. 343 ss.

¹² Etica della finanza e responsabilità sociale d'impresa sono intrinsecamente legate: le imprese orientate a perseguire obiettivi lontani da logiche esclusivamente utilitaristiche e mirati alla crescita ed al benessere umano investono per contribuire alla realizzazione di una società nella quale lo sviluppo economico si coniughi con la tutela ambientale e con una migliore qualità della vita per tutti gli esseri umani. Da tali considerazioni si evince «come la cultura della responsabilità sociale si ponga a fondamento del cd. sviluppo sostenibile, assurgendo a 'nuova frontiera' dell'etica della finanza». Così ancora CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, cit., p. 5.

analogo, prima di decidere in quali attività investire i propri capitali gli operatori non possono più prescindere dal tenere nella dovuta considerazione gli obiettivi aziendali di sostenibilità.

Negli ultimi decenni molte aziende hanno adottato alcune strategie legate alla sostenibilità ritenendo, tuttavia, gli obiettivi ambientali, sociali e di *governance* separati dalle direttive principali relative alla gestione d'impresa. Gran parte delle società si muove ancora oggi in linea con un approccio frammentario, perseguendo obiettivi di sostenibilità solo allo scopo di arginare situazioni di emergenza spesso legate all'attuazione della normativa, senza considerare l'impatto diretto di tali obiettivi sui risultati aziendali.

Viceversa, il successo di una società è legato a doppio filo all'attuazione delle norme in materia di preservazione dell'ambiente dall'inquinamento e di rispetto di condizioni di lavoro eque, nonché, in generale, ad ogni aspetto dell'attività aziendale idoneo a contribuire al benessere sociale¹³. La sostenibilità appare uno dei fattori più rilevanti per le scelte relative alla destinazione degli investimenti, e non è più possibile prescindere. Dunque, nell'ambito della rendicontazione finanziaria l'avvio di un'impresa comporta non solo l'adeguata considerazione degli aspetti legati agli utili e al fatturato previsti, ma anche l'analisi dei rischi ambientali, della responsabilità sociale e degli aspetti relativi alla *governance* societaria.

Per tali ragioni nel tempo il capitale gestito secondo strategie d'investimento sostenibile sta aumentando sempre di più, parallelamente ad una maggiore rilevanza degli indicatori ESG per il buon rendimento degli investimenti.

Un altro fattore molto rilevante per l'attenzione da parte delle aziende ai parametri di sostenibilità è il c.d. effetto reputazionale. Il rispetto dei criteri ESG diventa sempre più spesso veicolo di un'opinione favorevole da parte dei consumatori, a causa dell'impatto positivo dell'attività aziendale sull'ambiente e

¹³ Sottolinea il ruolo essenziale di tali fattori ID., *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004.

sulla società. Le scelte di acquisto e la fiducia in determinati beni e servizi prodotti ed effettuati da aziende specifiche sono sempre più influenzate dal rispetto, da parte di queste ultime, dei parametri di sostenibilità, che ne orientano anche l'attività di comunicazione, maggiormente incentrata sull'attenzione alla tutela ambientale e al benessere sociale nell'ambito dei processi produttivi¹⁴.

Il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità impone al settore finanziario il bilanciamento del "fine di lucro" con la tutela di interessi ambientali, sociali ed "etici"¹⁵. Nel rapporto tra queste componenti, la sostenibilità crea valore aggiunto, agendo da "fattore lievitante" nell'accrescimento della tutela della società mediante l'attuazione dei criteri ESG e, contemporaneamente, dei profitti degli azionisti e degli interessi dei clienti. Tale convergenza di risultati si realizza, naturalmente, solo nel caso in cui la realizzazione dei predetti fattori ESG sia reale, e non fittizia, come in caso di *greenwashing*.

Per tali ragioni, appare essenziale un orientamento regolatorio dell'attività di vigilanza sempre più diretto al raggiungimento della massima trasparenza del settore finanziario e bancario nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità. Il rafforzamento del ruolo della vigilanza nel senso indicato scoraggerà gli operatori dal perseguire "fittiziamente" obiettivi di sostenibilità¹⁶.

Gli aspetti evidenziati non devono, tuttavia, influenzare le scelte degli

¹⁴ La proposta di Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (COM (2022) 71 final), presentata dalla Commissione europea il 23 febbraio 2022, rappresenta senza dubbio un segno tangibile dell'impulso, da parte delle istituzioni europee, alla progressiva incorporazione delle tematiche ESG nella *governance* delle imprese. D'ora in poi gli intermediari finanziari, nella *governance* societaria dovranno tener conto sempre di più dei principi in materia di *corporate social responsibility*, i quali traducono la clausola fondamentale della "sana e prudente gestione" in termini etici e arricchiscono gli interessi tradizionalmente tutelati dal principio in questione (relativi alla sostenibilità economica) con altri valori essenziali, propri della sostenibilità non finanziaria. Cfr., sul punto, VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco*, presso l'Assemblea degli Associati dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 8 luglio 2022.

¹⁵ Cfr. ancora CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*

¹⁶ Solo per fare un esempio, si pensi agli effetti reputazionali del perseguimento dei criteri ESG da parte degli operatori finanziari in termini di profitti, fortemente positivi in caso di attività realmente sostenibili e, all'opposto, molto negativi nelle ipotesi di "smascheramento" di ipotesi di *greenwashing*.

investitori al punto da non far loro considerare la stabilità finanziaria delle società nelle quali si desidera impiegare i propri capitali. Sebbene gli investimenti in attività sostenibili avvantaggino sia le relative aziende che la società e l'ambiente circostante, le decisioni degli investitori devono tenere in considerazione sia i profili economici e patrimoniali che quelli ambientali e sociali.

Le considerazioni precedenti inducono a focalizzare il seguito del presente studio sui rischi del settore bancario e finanziario nel caso di investimenti in attività sostenibili e le conseguenze che ne derivano sulla *governance* e sull'attività informativa e di vigilanza. Detti rischi assumono connotazioni diverse rispetto a quelle derivanti dall'attività bancaria e finanziaria tradizionale, comportando maggiori varianti da considerare e maggiori difficoltà.

4. Attualmente, l'attività bancaria e finanziaria e il relativo contesto regolatorio devono orientare lo sviluppo economico verso la tutela di nuovi interessi legati alla sostenibilità. È, dunque, essenziale valutare gli investimenti del risparmio gestito attraverso parametri che ne esaminino l'idoneità a perseguire realmente obiettivi di tutela ambientale, sociale e di *governance* (i cd. indicatori ESG)¹⁷.

Da quanto premesso, al fine dell'effettiva tutela dei predetti valori risulta cruciale individuare i "nuovi" rischi legati al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità¹⁸.

¹⁷ «Invero, nell'era contemporanea l'attività di supervisione sarà volta a tutelare i diritti fondamentali – si pensi all'interesse all'ambiente e al diritto all'eguaglianza sociale – separati ed ulteriori rispetto agli interessi per eccellenza della stabilità finanziaria e del regolare funzionamento dei mercati». In tali termini si esprime PASSALACQUA, *Il ruolo della vigilanza prudenziale nella transizione*, Relazione al Convegno organizzato da ADDE su "La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive", Capri, 17 giugno 2022.

¹⁸ Cfr., sul punto NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS), *A call for action, climate change as a source of financial risk*, First Comprehensive Report, April 2019; BERNARDINI, FAIELLA, LAVECCHIA, MISTRETTA, NATOLI, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di economia e finanza*, Banca d'Italia, n. 608, marzo 2021; FAIELLA, BERNARDINI, DI GIAMPAOLO, FRUZZETTI, LETTA, LOFFREDO, NASTI,

Le definizioni che emergono dalla normativa dell'UE risultano alquanto generiche.

Il Regolamento UE 2019/2088 definisce il rischio di sostenibilità come «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di *governance* che, se si verifica(ss), potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento»¹⁹.

Dalla Proposta di direttiva della Commissione europea n. 663/2021 si evince una qualificazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* per gli enti creditizi come rischi sistemici, fisici e di transizione legati ai cambiamenti climatici e alle profonde trasformazioni economiche necessarie per gestirli²⁰.

Molto più dettagliate risultano le definizioni dei rischi di sostenibilità contenute nei documenti di indirizzo delle autorità di vigilanza, anche riunite in network internazionali²¹. In tali documenti i rischi climatici e ambientali sono considerati mutamenti strutturali che influiscono sull'attività economica e, di conseguenza, sul sistema finanziario, tra i quali rientrano, principalmente, i rischi fisici e quelli di transizione. «Il rischio fisico indica l'impatto finanziario dei cambiamenti climatici, compresi eventi metereologici estremi più frequenti e

Climate and environmental risks. Measuring the exposure of investments, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Approfondimenti n. 15, Banca d'Italia, 2021; GILIBERTO, *I rischi climatici delle banche alla luce delle nuove aspettative delle Autorità di Vigilanza*, in *Minerva Bancaria*, 2022, 3, 97 ss.; RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, n. 2/2022, p. 185 ss.

¹⁹ Cfr. art. 2, n. 22), Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

²⁰ Cfr. Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di *governance*, e che modifica la direttiva 2014/59/UE (COM(2021) 663 final), p. 13 s.

²¹ NGFS, *Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks in prudential supervision*, documento tecnico, maggio 2020; BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE), *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020; EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, giugno 2021; BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022; e altri documenti analoghi di diverse autorità nazionali di vigilanza.

mutamenti graduali del clima, nonché del degrado ambientale, ossia inquinamento atmosferico, dell'acqua e del suolo, stress idrico, perdita di biodiversità e deforestazione. (...) Tale rischio può determinare direttamente (...) danni materiali o un calo della produttività, oppure indirettamente eventi successivi quali l'interruzione delle catene produttive. Il rischio di transizione indica la perdita finanziaria in cui può incorrere un ente (...), a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Tale situazione potrebbe essere causata (...) dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati»²².

Particolare attenzione va posta sui rischi relativi al c.d. "*greenwashing*"²³, una pratica commerciale ingannevole che qualifica, generalmente mediante strumenti pubblicitari, un prodotto di investimento o un'attività fittiziamente idonei a tutelare l'ambiente, con l'intento di ottenere effetti reputazionali positivi, nonché aumenti del fatturato. Il principale rischio generato dal fenomeno in questione è rappresentato dalla sfiducia degli investitori, che destineranno nel tempo sempre meno risorse economiche in prodotti e attività *green*, erodendo progressivamente il capitale destinato al perseguimento di obiettivi sostenibili.

A tale proposito, sistemi di intelligenza artificiale potrebbero costituire un supporto prezioso alla transizione sostenibile dell'economia, facilitando politiche di investimento in attività economiche sostenibili mediante la limitazione dei

²² Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali*, cit., p. 11, e analoghe definizioni negli altri documenti sopra richiamati.

²³ Cfr. *supra*, nonché SANNA, *La finanza sostenibile*, cit., p. 229 ss. Il contrasto ai fenomeni di *greenwashing* è stato indicato dalla CONSOB tra gli obiettivi strategici di vigilanza nel proprio piano 2022-24, perseguiti anche nei diversi Orientamenti adottati di recente. Per la regolazione dell'UE finalizzata ad arginare i rischi legati agli obiettivi ESG, prevalentemente a carattere informativo, v. *infra*. Con particolare riferimento alla valutazione di tali rischi nell'ambito della vigilanza Cfr. RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, cit., p. 218.

comportamenti scorretti fittiziamente orientati all'attuazione dei criteri ESG²⁴.

L'accrescimento del ruolo della finanza nella realizzazione degli obiettivi di sostenibilità implica una sempre maggiore integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nella gestione dei rischi da parte degli intermediari. L'attuazione di strategie positive di investimento implica, cioè, la riduzione dei rischi nei processi decisionali mediante un'adeguata valutazione dei suddetti indicatori, perseguibile solo attraverso un'evoluzione della regolazione della *governance* bancaria e finanziaria, al fine di stimolare la crescita delle imprese e lo sviluppo sostenibile della società mediante un sempre maggiore finanziamento delle attività sostenibili²⁵.

Il presupposto per una *governance* efficace nei termini suddetti è l'acquisizione di un'adeguata competenza tecnica degli intermediari anche in relazione agli obiettivi di sostenibilità²⁶.

²⁴ Si veda, in tal senso, PELLEGRINI, *L'intelligenza artificiale nell'organizzazione bancaria: quali sfide per il regolatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2021, p. 433, che ritiene l'intelligenza artificiale «un utile strumento per individuare le imprese più virtuose del mercato in applicazione della tassonomia delle attività economiche sostenibili, così da impedire il proliferare di fenomeni c.d. di “greenwashing” che possono distorcere le decisioni di investimento degli operatori del mercato.». Per una panoramica esauriente sulla normativa relativa all'Intelligenza Artificiale si veda ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto normativo*, Modena, 2021, nonché, per approfondimenti critici molto persuasivi con riferimento alle recenti proposte normative, RABITTI, SCIARRONE ALIBRANDI, *La proposta di Regolamento europeo sull'Intelligenza Artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 469 ss. In tale contesto, in ordine al ruolo fondamentale dell'intervento dell'uomo nei processi applicativi del settore finanziario allo scopo di tutelare equamente gli interessi in gioco cfr., per tutti, ROSSANO, *L'Intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (Alcune recenti proposte normative)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3, 2021, p. 212 ss., il quale sottolinea la condivisibile «esigenza di certezze, rappresentata in sede tecnica e politica, che è divenuta presupposto ineludibile di un cambiamento che si propone la realizzazione di nuove procedure nella prospettiva di salvaguardare le ragioni degli investitori, di assicurare la crescita dei mercati finanziari e, con questa, di rafforzare il sistema economico».

²⁵ Cfr. BANCA D'ITALIA, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, “*Disposizioni di vigilanza per le banche*”, Parte Prima, Titolo IV. Per CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 45 «l'incorporazione di requisiti ambientali, sociali e di governance nelle regole prudenziali (...) è destinata ad innovare le aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa.»

²⁶ In merito a tali considerazioni si veda, in particolare, ancora BANCA D'ITALIA, *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari*,

Negli orientamenti delle autorità bancarie europee di supervisione i requisiti morali e professionali dei membri dell'organo di gestione degli enti vigilati, nelle loro funzioni di gestione e di supervisione strategica, nonché del personale che riveste ruoli chiave, sono racchiusi nel termine "idoneità", ovvero «il grado in cui un soggetto gode di buona reputazione e, su base individuale e collettiva con altri soggetti, di conoscenze, competenze ed esperienze adeguate per lo svolgimento dei compiti a esso/essi assegnati. L'idoneità riguarda altresì l'onestà, l'integrità e l'indipendenza di spirito di un soggetto nonché la capacità di dedicare tempo sufficiente per svolgere i compiti assegnati»²⁷.

L'idoneità comprende anche le competenze necessarie a svolgere i compiti legati alla gestione dei rischi di sostenibilità, comprese le capacità relative all'innovazione tecnologica del mercato finanziario²⁸.

Visto che la dottrina ritiene la sostenibilità "*tout court*" una *regola di condotta* degli intermediari finanziari mirata a conseguire gli obiettivi fissati dagli indicatori ESG²⁹, essa si può considerare annoverabile tra le finalità perseguite dalla

istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti, 5 maggio 2021; OCSE, *Climate Change and Corporate Governance*, 8 giugno 2022, <https://www.oecd.org/>; PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca Impr. e Soc.*, 2022, p. 3 ss.; RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?* in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 338.

²⁷ Cfr., per tutti, EBA, *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave*, EBA/GL/2021/06, 2 luglio 2021, p. 6.

²⁸ In tale contesto anche MIGLIONICO, *Intelligenza Artificiale e cambiamenti climatici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 3/2021, p. 251, vede con favore, da parte degli intermediari finanziari, la connessione dell'utilizzo di modelli digitali con gli obiettivi di sostenibilità ambientale. LENER, *Tecnologie e attività finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2019, p. 276, auspica, altresì, una maggiore trasparenza e formazione degli investitori, per «giungere a un sistema normativo in cui trasparenza, tutela informativa ed educazione finanziaria siano complementari».

²⁹ Cfr., sul punto, SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. n. 3 al n. 1/2022, p. 83 ss.: «è convinzione diffusa che la *sostenibilità* rappresenti una regola di organizzazione e gestione dell'attività economico-finanziaria di rilevante dimensione che, *rebus sic stantibus*, non altera né l'essenza dello scopo lucrativo (laddove applicabile), né la natura dell'attività svolta» (cfr. p. 84). RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche ...*, cit., p. 335 s., dalla qualificazione della sostenibilità non finanziaria come "rischio" fa derivare l'inclusione del perseguimento della stessa nell'ambito delle competenze della vigilanza "prudenziale", finalizzata a conseguire la

clausola generale della “sana e prudente gestione”, che, considerando anche i nuovi valori da tutelare, implica «prudenza nelle decisioni di accantonamento e di distribuzione; presidio dei rischi, tradizionali e nuovi; trasparenza e correttezza nei confronti della clientela; miglioramento dei livelli di efficienza e contenimento dei costi, anche attraverso gli indispensabili investimenti nell’innovazione tecnologica»³⁰.

La “sana e prudente gestione” rappresenta un esempio emblematico di politica legislativa finalizzata a rendere le clausole di orientamento del supervisore bancario sempre più generali e idonee ad un’interpretazione elastica, in base alle esigenze del settore, continuamente mutevoli. Conseguentemente, essa assume un significato nuovo, comprensivo dell’“*idoneità*” (nel senso sopra descritto) a tutelare anche i valori sottesi al conseguimento degli obiettivi di sostenibilità³¹.

stabilità patrimoniale delle banche e del sistema finanziario, cioè la sostenibilità finanziaria. In definitiva, la realizzazione degli obiettivi di sostenibilità rientrerebbe tra gli strumenti idonei a conseguire l’equilibrio sistemico finanziario. Una conferma dell’inclusione del perseguimento degli obiettivi di sostenibilità da parte degli intermediari tra i compiti di vigilanza arriva anche dalla citata Proposta di direttiva sulla *Corporate sustainability due diligence*, ove «è prevista l’attribuzione ad autorità nazionali di poteri investigativi, ispettivi e sanzionatori funzionali al rispetto dell’impatto sociale e ambientale nella gestione dell’impresa». Si veda ancora SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, cit., p. 92.

³⁰ VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d’Italia Ignazio Visco*, cit.

³¹ Per analoghe considerazioni si veda SEPE, *La sana e prudente gestione dei soggetti regolati*, relazione svolta nel convegno «*Nuove frontiere della finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionali*», organizzato dalla Università di Sassari, giugno 2016; ID., *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 63 ss.; CAPRIGLIONE, *Commento all’art. 5*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 45 ss. Cfr., altresì, SARTORI, *Sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e protezione della clientela*, relazione svolta nel convegno «*Il mercato assicurativo nell’Unitarietà dell’ordinamento giuridico*», organizzato dall’Università di Camerino, settembre 2016; ID., *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2017, I, p. 131 ss.; RIGANTI, WEBER, *Market Regulation, Banking Industry and ESG: The Long and Winding Road to Sustainability*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, dicembre 2021, <https://openreviewmbf.org/2021/12/13/market-regulation-banking-industry-and-esg-the-long-and-winding-road-to-sustainability/>. Lo stesso concetto di trasparenza si sta progressivamente modificando: «Sotto altro profilo, rileva l’enfasi posta dalla dottrina sul binomio trasparenza-responsabilità, che caratterizza il *modello innovativo della tutela dell’investitore*. Ciò ricollegando le regole in materia di responsabilità non alla trasparenza intesa in senso formale (dare tutte le informazioni) ma ad una trasparenza in senso sostanziale che imponga all’intermediario di fare tutto ciò che è opportuno per assicurare una tutela *effettiva* al cliente (per prevenire i problemi di natura

5. «Le riforme del quadro normativo e istituzionale attuate in risposta alla crisi finanziaria globale degli anni 2007 e seguenti, hanno (...) contribuito al rafforzamento dei sistemi finanziari. L'obiettivo di conferire maggiore solidità al sistema bancario, unitamente a quello di accrescere la fiducia di risparmiatori e depositanti nei confronti degli istituti di credito, fu alla base della realizzazione dell'Unione Bancaria Europea (UBE) la quale, come è noto, fonda su tre pilastri la costruzione del contesto disciplinare in materia»³². Anche nel settore bancario, come in molti altri settori economici, la funzione dei soggetti pubblici si è evoluta soprattutto in considerazione del forte impulso armonizzatore dato dall'Unione europea in occasione delle recenti crisi che hanno colpito gli Stati membri, le quali hanno determinato, seppur talvolta in ritardo, un'inaspettata spinta di solidarietà. Con specifico riferimento agli obiettivi di sostenibilità, l'UE promuove con vigore la tutela ambientale, proseguendo l'azione avviata dopo l'accordo di Parigi per «rendere i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente ai cambiamenti climatici»³³.

In occasione della crisi generata dalla pandemia nell'Unione europea

systemica derivanti da una mal strutturata allocazione del rischio nell'attività bancaria, suscettibile di creare vuoti di responsabilità, fenomeni di sovraesposizione ed inefficienze) e, dunque, un contesto improntato a stabilità ed ordine». Cfr. PELLEGRINI, *La soluzione delle controversie bancarie*, ivi, p. 162. Si veda, in tal senso, anche MONTEDORO, *Mercato e potere amministrativo*, Napoli, 2010, p. 331; FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all'Arbitro Bancario e Finanziario*, in *Rass. Dir. Civ.*, 4/2019, p. 1069 ss.; PANCALLO, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, p. 62 ss.

³² Così ROSSANO, *Il fondo interbancario di tutela dei depositi. Metamorfosi della funzione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 115. Cfr. anche PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2012, p. 52; TROIANO, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in PELLEGRINI (a cura di), *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2012, p. 541 ss.

³³ Cfr. LUCHENA, *Crisi energetica e Aiuti di Stato*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 131, che rinvia al Regolamento (UE) 2022/869 del 30 maggio 2022 sugli orientamenti per le infrastrutture transenergetiche europee.

abbiamo assistito ad una programmazione dell'economia in senso unitario³⁴. La spinta in questo senso deve riflettersi sempre di più nell'armonizzazione della regolazione bancaria negli Stati membri, soprattutto con riferimento alla supervisione, che va adeguata in relazione alle esigenze ed alle caratteristiche delle diverse realtà nazionali³⁵.

La sovrapposizione tra il SSM (Single Supervisory Mechanism, Meccanismo Unico di Vigilanza) e l'ESFS (European System of Financial Supervision, Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria) ha generato forme istituzionali di cooperazione amministrativa tra autorità di vigilanza europee e nazionali articolate, sovrapposte e dispersive, foriere di stalli nelle procedure e poca chiarezza nelle rispettive responsabilità³⁶. Tali circostanze rendono la vigilanza poco efficiente. È, dunque, auspicabile una maggiore armonizzazione della relativa normativa, idonea ad instaurare una *governance* unitaria delle banche e della finanza.

Inoltre, a causa dell'ambito internazionale del mercato bancario e finanziario e delle nuove aree di espansione (sostenibilità e digitale), è necessario aumentare l'efficacia della vigilanza per renderla idonea a presidiare tali aree incrementando e adeguando le forme di controllo, con particolare riferimento ai nuovi fattori di rischio³⁷.

³⁴ Sul forte impulso armonizzatore generato dalla crisi pandemica cfr., in particolare, CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Riv. dir. banc.*, n. 1, 2021, p. 13 ss., nonché LUCHENA, *op. ult. cit.*, p. 133.

³⁵ Insiste per un'integrazione delle "vigilanze" CAPPIELLO, *Le "metamorfofi" del sistema europeo di supervisione finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 246, nel senso della «creazione di meccanismi giuridici di *coordinamento e sintesi, sia in senso verticale*, vale a dire tra le autorità di vigilanza europee e le corrispondenti autorità nazionali, nonché tra queste ultime all'interno di ciascun ordinamento nazionale – quando anche esse si articolino su più livelli verticali (...) – *sia in senso orizzontale*, vale a dire tra le stesse autorità europee (...) sia tra le autorità nazionali». A parere dell'A., detta integrazione rappresenta l'unico strumento per affrontare i rischi e le opportunità presenti e futuri, a causa del carattere trasversale e transnazionale dei fenomeni affrontati e dell'ambito ampio e multidisciplinare della supervisione finanziaria.

³⁶ Cfr. sul punto LUCCHINI, ZOPPINI, *Vigilare le banche in Europa. Chi controlla il controllore?*, Firenze, 2019; BUSCH, GORTSOS e McMEEL (eds.), *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, Oxford, 2022.

³⁷ Sebbene il compito dell'attività di supervisione prudenziale continui a focalizzarsi sul contenimento e sulla gestione delle criticità, attualmente alle autorità di vigilanza è richiesta una

Con particolare riferimento all'Unione europea, attualmente l'impianto normativo della vigilanza finanziaria è caratterizzato dalla necessità di affrontare diverse sfide relative alle crisi in atto e alla sostenibilità che richiedono risposte efficaci che si ripercuoteranno sul rapporto tra Unione europea e Stati membri. L'obiettivo va focalizzato sulla sostenibilità e competitività, promuovendo un'innovazione ecosostenibile eticamente e socialmente responsabile mediante regole che tutelino maggiormente i consumatori e gli investitori, generando valore aggiunto e contribuendo allo sviluppo sostenibile ed alla crescita economica della società³⁸.

Recentemente si è sviluppato un quadro normativo relativo all'attività di

maggiore attenzione al monitoraggio e alla gestione di rischi diversi da quelli passati, a causa del ruolo cruciale svolto dal sistema finanziario nella transizione sostenibile dell'economia e della società. Cfr. il Regolamento (UE) 2019/876 del 20 maggio 2019 e la Direttiva (UE) 2019/878 del 20 maggio 2019; nonché CAPRIGLIONE, *The financial system towards a sustainable transition*, in *Law and Economics Yearly Review*, I, 2021, p. 11 ss.; TROIANO, *The evolving European regulatory framework of banking groups*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021; SIANI, *Rischi e innovazione: l'approccio della Vigilanza*, Relazione al convegno "Supervision, Risks & Profitability" organizzato dall'Associazione Bancaria Italiana, 21 giugno 2022. In senso analogo si veda RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, cit., p. 221 s., per la quale «(l)a tecnologia da un lato e la sostenibilità dall'altro devono (...) rappresentare le priorità dell'agenda europea, per realizzare un'economia innovativa basata su una tecnologia umano-centrica, affidabile e sicura» (cfr. p. 225). Cfr. anche la Comunicazione della Commissione europea *Relazione di previsione strategica 2022 Abbinamento tra transizione verde e transizione digitale nel nuovo contesto geopolitico*, COM(2022) 289 final del 29.06.2022, nella quale la transizione ecologica e quella digitale sono considerate due componenti strategicamente collegate: la Commissione evidenzia come esse si rafforzino reciprocamente, e abbiano un ruolo essenziale per la mobilitazione degli investimenti finanziari. Cfr., sul punto, anche CIPOLLONE, *Intervento Transizione energetica, finanza e clima: sfide e opportunità*, Roma, 21 giugno 2022, p. 6 ss., secondo il quale due grandi sfide nel contesto di riferimento sono rappresentate dalla disponibilità di dati ambientali e climatici e dall'ampliamento dell'offerta di strumenti finanziari sostenibili, e la prima è strumentale per vincere la seconda. Per approfondimenti sui due temi in questione si veda PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., con particolare riferimento al contributo di RABITTI e SCIARRONE ALIBRANDI, *La proposta di Regolamento europeo sull'Intelligenza Artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, cit., p. 469.

³⁸ Per CAPIELLO, *Le "metamorfofi" del sistema europeo di supervisione finanziaria*, cit., p. 255 s., «(l)a realizzazione di una vera ed effettiva Unione dei mercati dei capitali su scala europea è una preconditione fondamentale per una crescita economica più (...) sostenibile, in Italia e nell'Unione europea. (...) Più sostenibile perché il potenziamento dei mercati finanziari è il necessario complemento del PNRR, per poter finanziare la ripresa dopo la pandemia, lungo le dorsali della transizione ad un'economia a zero emissioni nette e della transizione digitale».

vigilanza bancaria e finanziaria integrato ed articolato a livello europeo e nazionale. Al fine di garantire alla supervisione maggiore uniformità e, al tempo stesso, arginare il rischio di azioni incoerenti delle diverse autorità, è opportuno rafforzare progressivamente il coordinamento e la cooperazione istituzionale, razionalizzando e semplificando, contemporaneamente, l'impianto normativo relativo all'attività di vigilanza³⁹.

Tale revisione va attuata secondo i due criteri che, a nostro parere, contraddistinguono una supervisione efficace: l'*autorità* e la *cooperazione*.

Dal primo punto di vista, è necessario che gli enti creditizi siano in grado di identificare con chiarezza le istituzioni alle quali va imputata la responsabilità di alcune linee strategiche mediante una normativa puntuale, al fine di evitare situazioni di incertezza sulle linee decisionali. Sotto il profilo della cooperazione, affinché permanga l'incontro dialettico tra supervisore ed intermediario – che garantisce la rispondenza dell'attività creditizia alle esigenze del sistema finanziario – gli enti creditizi devono sentirsi partecipi della trasformazione in atto, attori fondamentali nella realizzazione degli obiettivi delineati dagli organi europei di supervisione ed attuati nell'ordinamento statale. I predetti risultati possono essere raggiunti esclusivamente grazie ad una leale e reciproca cooperazione tra operatori finanziari e autorità di controllo nazionale, che realizzi un "mutuo consenso" alla base delle azioni e degli obiettivi da conseguire, pienamente condivisi dai soggetti controllati e, dunque, da essi stessi realizzati, con la guida dell'autorità nazionale⁴⁰.

³⁹ In relazione alle esigenze di cambiamento imposte dalla transizione sostenibile, MASERA, *La vigilanza in una visione olistica: prospettive e ipotesi per la "moneta senza Stato" e la regolazione finanziaria UE*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 282 s., qualifica le regole e i modelli di vigilanza finanziaria come un «crinale di revisione (...) per tener conto dei profondi cambiamenti imposti alla vigilanza dalle tematiche di sostenibilità ambientale – declinati in senso ampio nei fattori Environment, Social and Governance (ESG)».

⁴⁰ Secondo VIETRI, *Supervisione e crisi: quali prospettive per la gestione collettiva*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 369, nello scenario economico-finanziario «si assisterà ad un rafforzamento della regolamentazione ove le autorità di vigilanza, dotate di nuovi poteri e competenze sia in fase di disciplina preventiva che di *enforcement*, saranno chiamate a svolgere un ruolo importantissimo in un clima di ripresa *post-pandemico* e *post-bellico*, con l'ambizioso

A tale proposito, i dati e le informazioni richiesti dalle autorità di vigilanza e trasmessi dagli intermediari dovrebbero essere idonei ad arginare e gestire i rischi derivanti dal perseguimento degli obiettivi di sostenibilità.

La *leale collaborazione*, uno dei principi cardine dell'ordinamento giuridico, rappresenta, dunque, la formula perfetta per realizzare quel mutuo consenso sugli obiettivi di sostenibilità tra autorità ed enti finanziari che, solo, rende detti obiettivi realmente raggiungibili.

Per realizzare un tale modello, è necessaria una maggiore elasticità delle forme di intervento dell'autorità, che rafforzi negli intermediari il senso di responsabilità e la professionalità.

In tale contesto, «(si) deduce, a livello generale, la diversa, più ampia, valutazione oggi ascrivibile alla supervisione finanziaria che dovrà essere analizzata con riguardo alle sue variegate angolazioni, vale a dire non solo con riferimento all'esercizio di potere di regolazione e di intervento amministrativo (attraverso concreti provvedimenti) nei confronti degli appartenenti al settore, ma anche avendo presente le forme operative di altri organismi (collegati all'Autorità di vigilanza) che concorrono nel presidiare i rischi legali e reputazionali, a beneficio della stabilità del sistema finanziario (n)el suo complesso»⁴¹. A tale proposito anche organi specializzati come l'Arbitro bancario e finanziario (ABF) possono assurgere a componente fondamentale dell'attività di vigilanza bancaria, riflettendo attraverso

obiettivo di sostenere la crescita economica in un contesto di sicurezza, efficienza, inclusività e sostenibilità». Piuttosto che un rafforzamento della responsabilità e delle conseguenti sanzioni a carico degli intermediari finanziari collegate agli obiettivi di sostenibilità, riteniamo essenziale una maggiore cooperazione delle autorità di vigilanza con gli amministratori, anche con riferimento alla formazione professionale, in un clima di reciproca fiducia. Come avviene nel contesto giuridico internazionale economico, spesso la *moral suasion* ed il *Soft Law* raggiungono mete difficili da perseguire con l'*enforcement*, in base ad un "consenso sociale" che *condiziona* il comportamento degli operatori molto più di obblighi giuridicamente vincolanti. Sul tema in questione si veda anche SICLARI, *Evoluzioni della funzione di vigilanza sui mercati finanziari: controllo da parte di organismi di diritto privato e potere sanzionatorio*, nella stessa rivista, suppl. n. 3 al n. 1/2022, p. 95 ss.

⁴¹ Così PELLEGRINI, *La soluzione delle controversie bancarie*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 160, nota 22.

le loro decisioni alcune linee operative dell'autorità nazionale di supervisione finanziaria e assicurando il corretto funzionamento del mercato bancario mediante un analogo leale svolgimento delle attività negoziali⁴².

È inoltre auspicabile una limitazione della discrezionalità nell'attività di vigilanza al fine di superare alcuni vincoli imposti agli operatori finanziari. Tale cambiamento, in funzione di una maggiore autonomia degli intermediari, è certamente agevolato dall'innovazione tecnologica introdotta mediante l'impiego di algoritmi decisionali nei meccanismi di vigilanza bancaria.

In definitiva, è necessaria una maggiore cooperazione tra autorità centrali, nazionali e intermediari finanziari, favorita dall'instaurazione di sistemi normativi e di nuovi strumenti che facilitino la professionalità e la correttezza, al fine di un reale perseguimento della sostenibilità nell'attività bancaria e finanziaria⁴³.

⁴² *Ibidem*, p. 160 ss. Come osserva l'A., la funzione dell'ABF è svolta «nella prospettiva di conformare il mercato verso obiettivi di competitività e di stabilità e alimentare in tal modo la fiducia degli operatori» (cfr. p. 163). Ci chiediamo se ci siano margini per un analogo contributo dell'ABF ad una conformazione del mercato finanziario verso obiettivi di sostenibilità, in un'ottica molto evoluta del concetto di supervisione bancaria volta ad affermare l'importanza di recuperare «quella vicinanza agli intermediari disciplinati e alla realtà di mercato (che per decenni ha caratterizzato l'essenza dell'attività di supervisione)», valorizzando «le specificità e le sensibilità giuridiche della propria realtà nazionale, potendo di conseguenza elaborare interpretazioni innovative e/o alternative (più efficaci ed efficienti) per casi analoghi, che saranno successivamente sottoposte al vaglio comune degli organi comunitari» (cfr. p. 166 s.). In senso contrario, con riferimento alla supervisione antiriciclaggio, altra dottrina si esprime a favore della centralizzazione, evidenziando le differenze rispetto alle connotazioni della vigilanza generale in ambito finanziario: «Diversamente (...) da quanto accade per la vigilanza “generale” in ambito finanziario, che (...) non solo può beneficiare ma anzi non può prescindere anche da una conoscenza “sul campo”, di prima mano, dell'intermediario, già soltanto sul piano relazionale, pena lo scadere nel tecnicismo delle verifiche (...), in materia antiriciclaggio le attività delle FIU (Financial Intelligence Units, *ndr.*) praticamente da sempre si sostanziano in gran parte in verifiche a distanza e con l'ausilio delle nuove tecnologie, senza contare che il carattere sempre più rapido e tra(n)snazionale delle operazioni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo riduce per sua stessa natura la rilevanza della contiguità fisica con il fenomeno oggetto di specifica indagine». Così URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 188).

⁴³ In senso analogo cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 3 ss. AMMANNATI, *Transizione energetica, “just transition” e finanza*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. al n. 1/2022, p. 296, sottolinea la necessità di un rafforzamento della perizia tecnica delle autorità di vigilanza nazionali, da acquisire sia mediante una stretta cooperazione con le istituzioni di supervisione europee che attraverso «l'acquisizione di una approfondita conoscenza dell'intersecarsi tra profili di sostenibilità e finanza».

Il quadro prospettato implica un riposizionamento “centrale” sul piano autoritativo dell’autorità di vigilanza nazionale accanto a quelle europee, per realizzare «una integrazione socio/politica fondata sulla solidarietà, oltre che sulla convergenza economica e giuridica»⁴⁴.

Per tornare sul terreno della sostenibilità, gli interventi di investimento promossi con il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) per garantire uno sviluppo maggiormente sostenibile della società⁴⁵ impongono l’evoluzione dell’attività di vigilanza sul sistema finanziario. Le misure da attuare producono forti ricadute sul piano del rischio degli intermediari, che richiedono alla regolazione e alla supervisione l’individuazione e il monitoraggio dei rischi mediante l’adattamento degli strumenti di controllo e l’acquisizione delle migliori competenze e professionalità. Solo in tal modo le autorità di vigilanza saranno in grado di fornire risposte adeguate ai mutamenti in atto⁴⁶.

A tal fine, presupposto essenziale affinché il sistema finanziario possa tornare a sostenere la transizione sostenibile della ripresa economica è un ripensamento della politica e della normativa in materia finanziaria. «In un settore fortemente regolamentato come quello finanziario, il contenuto e l’incisività delle regole giocano un ruolo fondamentale nell’influenzare le strategie degli intermediari e le modalità di finanziamento dell’economia»⁴⁷.

6. Le origini della disciplina della finanza sostenibile in ambito internazionale possono farsi risalire a 50 anni fa e, precisamente, ai principi 9 e 12 della

⁴⁴ Così CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, p. 53.

⁴⁵ Ci riferiamo soprattutto alle misure relative alla transizione ecologica e al settore energetico, nonché al rafforzamento delle tecnologie digitali, finalizzate a realizzare una maggiore coesione sociale.

⁴⁶ Cfr., in tal senso, NGFS, *NGFS Scenarios for central banks and supervisors*, NGFS Secretariat/Banque de France, September 2022; nonché ID., *Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks in prudential supervision*, cit.

⁴⁷ Così si esprime RUOCCO, *Finanza digitale: opportunità, profili di attenzione e ruolo della supervisione finanziaria*, cit., p. 218.

Dichiarazione adottata nel corso della Conferenza di Stoccolma⁴⁸.

Il finanziamento dello sviluppo sostenibile tratteggiato nei predetti principi era finalizzato principalmente a risolvere i gravi problemi relativi alle deficienze ambientali dovute alle condizioni di sottosviluppo ed ai disastri naturali. Esso era destinato a conservare e migliorare l'ambiente nei Paesi in via di sviluppo, e consisteva in aiuti internazionali di ordine tecnico e finanziario, qualora richiesti dai destinatari dei finanziamenti⁴⁹.

Nel corso del tempo si è data attuazione ai predetti principi soprattutto mediante aiuti da parte dei Paesi industrializzati, singolarmente o collettivamente attraverso l'attività di promozione dello sviluppo condotta nell'ambito delle organizzazioni internazionali.

Successivamente, parallelamente a tale ramo di finanziamento (che potremmo definire a carattere pubblicistico) la convergenza di interessi pubblici e privati confluiti negli obiettivi di sviluppo sostenibile e nella responsabilità ambientale e sociale di impresa ha dato luogo al concetto di finanza sostenibile.

Attualmente anche gli investimenti privati si stanno focalizzando sempre di più sul perseguimento dello sviluppo sostenibile, sia nei Paesi meno avanzati che negli altri Stati della comunità internazionale, rendendo gli investitori e gli

⁴⁸ Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, convocata mediante risoluzione dell'Assemblea Generale nel 1968 e tenutasi a Stoccolma tra il 5 e il 16 giugno 1972. Nel corso della Conferenza venne adottata una Dichiarazione di principi che, sebbene priva di effetti giuridici vincolanti, rappresenta il primo atto internazionale di rilievo in materia di sviluppo sostenibile, concetto già delineato nel corso della Conferenza che, tuttavia, verrà definito positivamente solo con il *Rapporto Bruntland* del 1987 intitolato "*Our common future*", cit.

⁴⁹ Cfr. i principi 9 e 12 della Dichiarazione di Stoccolma:

«9. Le deficienze ambientali dovute alle condizioni di sottosviluppo ed ai disastri naturali pongono gravi problemi e possono essere colmate, accelerando lo sviluppo mediante il trasferimento di congrue risorse finanziarie e l'assistenza tecnica, quando richiesta, in aggiunta agli sforzi compiuti da Paesi in via di sviluppo stessi.

12. Si dovranno mettere a disposizione risorse atte a conservare e migliorare l'ambiente, tenendo particolarmente conto dei bisogni specifici dei Paesi in via di sviluppo, dei costi che essi incontreranno introducendo la tutela dell'ambiente nel proprio programma di sviluppo e della necessità di fornire loro, se ne fanno richiesta, aiuti internazionale di ordine tecnico e finanziario a tale scopo.».

imprenditori protagonisti, insieme alle istituzioni, della realizzazione degli obiettivi ambientali e sociali di sviluppo.

Il riorientamento del capitale privato verso investimenti più sostenibili esige una transizione di ampia portata nelle modalità operative del sistema finanziario. Tale circostanza impone l'adozione di una normativa internazionale in materia.

Con riferimento ai profili normativi, il quadro internazionale della finanza sostenibile risulta tuttavia ancora formato da pochi strumenti regolatori a carattere frammentario e non vincolante.

La *Piattaforma internazionale sulla finanza sostenibile* (IPSF) è stata lanciata a New York dalla Commissione dell'Unione europea il 18 ottobre 2019 a margine del vertice annuale del Fondo Monetario Internazionale, sulla scorta degli sforzi compiuti a livello internazionale per rispettare gli impegni scaturiti dall'Accordo di Parigi sul clima. Formata attualmente da 18 membri⁵⁰ responsabili a livello politico di sviluppare misure normative per promuovere la finanza sostenibile, si prefigge l'obiettivo di rafforzare il coordinamento internazionale e facilitare lo scambio di informazioni a favore di una finanza ecologicamente sostenibile. Partecipano, nel ruolo di osservatori, anche alcune organizzazioni internazionali.

La Piattaforma è stata istituita per aumentare l'afflusso di capitale privato verso gli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale. Essa funge da luogo di scambio di informazioni utili a favorire le buone pratiche in questo ambito e può contribuire a coordinare le misure e le iniziative a favore di una finanza sostenibile.

In particolare, essa si concentrerà nei settori delle tassonomie, delle informazioni, degli standard e delle etichette, fondamentali per gli investitori al fine

⁵⁰ Insieme all'Unione europea, i Paesi membri fondatori della piattaforma sono l'Argentina, il Canada, il Cile, la Cina, l'India, il Kenya e il Marocco. Nel tempo hanno aderito anche Hong Kong, l'Indonesia, il Giappone, la Malesia, la Nuova Zelanda, la Norvegia, il Senegal, Singapore, la Svizzera e la Gran Bretagna. Complessivamente, i membri della piattaforma concorrono ad integrare il 55% delle emissioni globali, il 55% del PIL mondiale e il 50% della popolazione mondiale.

di identificare e cogliere le opportunità di investimento verde in tutto il mondo⁵¹.

Insieme alla Piattaforma, costituita in larga parte da autorità politiche, anche le Nazioni Unite sono impegnate nella promozione di una finanza sempre più sostenibile mediante la *Sustainable Stock Exchanges Initiative* (SSE Initiative), programma di partenariato organizzato da UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), UN Global Compact, UNEP-FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative) e PRI (Principles for Responsible Investment). La SSE Initiative costituisce un partenariato pubblico-privato con prospettive di sviluppo molto interessanti, in quanto formato da un insieme di rappresentanti delle Nazioni Unite, di istituzioni finanziarie, di investitori internazionali uniti nell'intento di applicare al settore finanziario alcuni importanti principi aziendali relativi ai diritti umani, alla tutela dell'ambiente, al lavoro e alla lotta alla corruzione nonché altri finalizzati a rendere gli investimenti maggiormente responsabili.

La SSE Initiative intende rappresentare una piattaforma globale di investitori, società (emittenti), autorità di regolamentazione, responsabili politici e organizzazioni internazionali pertinenti, mirata a facilitare il rispetto dei criteri ESG (ambientali, sociali e di governo societario) e ad incoraggiare investimenti sostenibili, compreso il finanziamento degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Lo strumento per realizzare tale obiettivo è costituito da un programma integrato di analisi politiche documentate, che rafforzi il consenso sul rispetto dei predetti principi e fornisca assistenza tecnica e servizi di consulenza.

L'aspetto più interessante dell'Iniziativa è l'intento di perseguire, in ambito finanziario, un orientamento culturale alla sostenibilità di tipo "spontaneo" e non "coattivo". I principi menzionati si configurano giuridicamente come *Soft Law*, che non è un sistema di norme giuridicamente vincolante, ma un insieme di disposizioni

⁵¹ Per approfondimenti sull'attività della Piattaforma si veda il sito della Commissione europea ec.europa.eu, alla pagina ad essa dedicata.

e di principi che orienta e *condiziona* determinati settori ed attività. L'obiettivo fondamentale da perseguire in sede internazionale mediante le suddette regole diventa *l'orientamento culturale alla sostenibilità*, il "condizionamento culturale" del settore finanziario alla realizzazione dei criteri ESG, sia nel pubblico che nel privato.

Analogo intento emerge dai *Green Bond Principles*, dai *Social Bond Principles*, dalle *Sustainability Bond Guidelines* e dai *Sustainability-Linked Bond Principles* dell'ICMA (International Capital Markets Association, organizzazione non governativa formata da alcuni stakeholder del settore finanziario), aventi natura di meri principi orientativi.

I suddetti principi sono linee guida procedurali a carattere non vincolante aventi lo scopo di assicurare la diffusione e la trasparenza di informazioni, nonché di promuovere l'integrità nella crescita del mercato dei *Green, Social, Sustainability e Sustainability-Linked Bonds*, delineando e precisando l'approccio adeguato per l'emissione dei titoli in questione. Le regole possono costituire strumenti molto utili per fornire agli emittenti indicazioni sulle componenti chiave per l'emissione dei predetti *Bond* ed assistere gli investitori promuovendo e consentendo l'accesso alle informazioni necessarie per valutare l'impatto positivo dei propri investimenti. Inoltre, tali principi rappresentano un importante supporto per i sottoscrittori dei titoli, indirizzando il mercato nella divulgazione di informazioni utili ad agevolare molteplici transazioni⁵².

Parallelamente agli strumenti regolatori descritti, sussistono alcune

⁵² I principi in questione raccomandano agli emittenti di seguire e di rispettare una procedura trasparente e di comunicare agli stakeholder informazioni precise, integre ed accurate, utilizzate da istituti bancari, investitori, sottoscrittori e consulenti finanziari al fine di acquisire una maggiore conoscenza relativa alle caratteristiche di ogni singolo Bond. Le suddette regole precisano, in particolare, l'uso dei proventi, il processo di valutazione e selezione del progetto, la gestione dei proventi e le attività di *reporting*. Per approfondimenti sui principi in questione si rinvia a REED, CORT, YONAVJAK, *Data-Driven Green Bond Ratings as a Market Catalyst*, in *The Journal of Investing ESG*, Special Issue 2019, 28 (2), p. 66 ss. E GYURA, *Green Bonds and Green Bond Funds: The Quest for the Real Impact*, in *The Journal of Alternative Investments*, 2020, 23 (1), p. 71 ss.

infrastrutture private che forniscono principalmente dati finanziari globali (come il *London Stock Exchange Group*), nonché organizzazioni dedicate a mobilitare il mercato obbligazionario globale verso soluzioni che facilitino la transizione ecologica (come la *Climate Bonds Initiative*)⁵³.

Contrariamente all'ambito internazionale, il quadro normativo della finanza sostenibile tratteggiato a livello di Unione europea risulta più evoluto⁵⁴.

Da tempo la sostenibilità è al centro dell'attività dell'Unione europea e i trattati istitutivi ne riconoscono le dimensioni sociale e ambientale. Il progetto delle istituzioni europee è incentrato su una crescita economica più sostenibile, sulla stabilità del sistema finanziario e sulla promozione di una maggiore trasparenza.

Nel 2016 la Commissione ha istituito un gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile (*Technical Expert Group on Sustainable Finance*), che fornisce consulenza alla Commissione sull'adeguatezza dei criteri di vaglio tecnico delle attività e sull'approccio adottato dalla piattaforma per quanto riguarda l'elaborazione dei criteri⁵⁵.

All'inizio del 2018 il gruppo di esperti ha pubblicato la sua relazione finale che illustra una visione globale sulle modalità di elaborazione di una strategia finanziaria sostenibile per l'Unione europea. Da tale relazione emergono due azioni

⁵³ Per maggiori dettagli si vedano i rispettivi siti internet *lseg.com* e *climatebonds.net*

⁵⁴ Sulla normativa europea si veda, recentemente, LOMBARDI, *La finanza sostenibile: nuova regolazione europea e standard KPI per la selezione degli investimenti sostenibili*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, suppl. n. 2 al n. 1/2022, p. 80 ss. Per quanto riguarda il diritto interno, le principali disposizioni in materia di finanza sostenibile sono contenute nell'art. 111-*bis* del T.U. bancario e finanziario (che detta alcuni principi identificativi e agevolazioni relativi agli operatori bancari di finanza etica e sostenibile), nel D.Lgs. n. 254/2016, di attuazione della direttiva 2014/95/UE sugli obblighi informativi di carattere non finanziario, e nei provvedimenti e documenti della CONSOB (Regolamento CONSOB n. 20267/2018, di attuazione del predetto decreto, nonché alcuni Orientamenti, sempre in materia di obblighi informativi) e della Banca d'Italia (cfr., in particolare, la Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, con i relativi aggiornamenti); peraltro, avendo la disciplina dell'Unione europea in materia di sostenibilità finanziaria per lo più natura regolamentare, essa trova applicazione diretta nel nostro ordinamento giuridico, integrandolo.

⁵⁵ Cfr. art. 24 Reg. 2020/852, cit. In particolare, ai sensi dell'art. 23 del predetto regolamento, il gruppo di esperti viene consultato dalla Commissione prima dell'adozione e durante l'elaborazione degli atti delegati, nell'ambito dell'acquisizione di tutte le cognizioni necessarie a formulare il contenuto degli atti in questione.

assolutamente necessarie: accrescere il contributo della finanza allo sviluppo economico sostenibile e inclusivo del territorio mediante il finanziamento delle esigenze a lungo termine della società; rendere la stabilità finanziaria un punto fermo, integrando i fattori ESG nel processo decisionale sugli investimenti.

Il *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*⁵⁶ è stato adottato dalla Commissione europea nel 2018. Il documento, consistente in una tabella di marcia per l'incremento della finanza sostenibile, con relative proposte e scadenze, si propone principalmente la crescita degli investimenti in progetti sostenibili, mediante una maggiore integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi finanziari, nonché una migliore trasparenza e una visione a lungo termine per le decisioni in materia di investimenti, per una maggiore consapevolezza degli operatori.

Il piano ha dato inizio ad un percorso di incremento della sostenibilità in tutti i settori economici mediante finanziamenti sempre più cospicui. In tale ambito si inserisce il varo del Green Deal europeo nel 2019, mediante il quale le istituzioni europee si sono assunte il compito di eliminare le emissioni di gas a effetto serra entro il 2050 e di contribuire agli sforzi della comunità internazionale per attuare l'Accordo di Parigi. Analogamente, il Next Generation EU – adottato nel 2020 a seguito della crisi economico-sociale provocata dalla pandemia di Covid-19 – costituisce un piano per dare impulso alla ripresa secondo un modello di crescita maggiormente inclusivo e con un impatto ambientale ridotto⁵⁷.

Anche la *Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile*⁵⁸ si inserisce nel percorso innanzi menzionato. Da tale documento si

⁵⁶ COM(2018) 97 final dell'8 marzo 2018.

⁵⁷ Si vedano, rispettivamente, le Comunicazioni della Commissione europea dell'11 dicembre 2019 (COM(2019) 640 final) *Il Green Deal europeo* e del 27 maggio 2020 (COM(2020) 456 final) *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*.

⁵⁸ Comunicazione della Commissione europea del 6 luglio 2021 (COM(2021) 390 final) *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*.

evinces che il superamento di alcune sfide del mercato è indispensabile affinché la finanza sostenibile divenga veicolo essenziale per orientare i capitali verso progetti compatibili con la decarbonizzazione dell'economia e la promozione della giustizia sociale.

In primo luogo, in materia finanziaria è necessaria l'introduzione di definizioni e classificazioni condivise su temi e strumenti riguardanti la sostenibilità (cioè l'individuazione certa delle attività realmente sostenibili).

Appare inoltre indispensabile rendere il mercato finanziario più trasparente, cioè combattere il *greenwashing* e coltivare la fiducia degli investitori mediante informazioni precise e rigorose sulle caratteristiche relative alla sostenibilità degli investimenti, dei prodotti e dei servizi finanziari.

Infine, per il ruolo cruciale assunto dai dati nell'ambito degli strumenti del mercato, è essenziale incrementarne la quantità, qualità e comparabilità in relazione ai rischi ambientali e sociali e all'impatto delle attività economiche e degli investimenti sui fattori di sostenibilità. I dati in questione sono divulgati da aziende, analizzati ed eventualmente valutati da società competenti. Inoltre, essi sono adoperati dagli operatori finanziari per compiere scelte d'investimento sostenibile più solide nonché per comunicare in maniera adeguata tali scelte ai consumatori e ai risparmiatori. Tali dati rappresentano, dunque, il presupposto di definizioni e scelte condivise e risultano indispensabili per una maggiore trasparenza nel settore finanziario.

In linea con gli obiettivi della strategia le istituzioni dell'Unione europea hanno varato diverse misure, entrate a far parte della normativa comunitaria e racchiuse fondamentalmente nella cd. *tassonomia* delle attività economiche eco-compatibili, cioè la definizione e classificazione da parte delle istituzioni dell'Unione europea delle attività considerate sostenibili, introdotta con il citato Regolamento 852/2020.

Classificando e certificando le attività conformi agli obiettivi di sostenibilità, la tassonomia detta un quadro di certezza normativa essenziale per gli investimenti finanziari rivolti al perseguimento di tali attività, nell'ambito dei traguardi climatici fissati a livello UE e delle relative direttive impartite dalle istituzioni europee, indirizzate principalmente al settore economico e finanziario. In particolare, tale classificazione consente agli investitori di identificare le attività che, svolte in conformità di determinati criteri tecnici determinati su base scientifica, contribuiscono a raggiungere gli obiettivi ambientali e climatici dell'UE. La tassonomia ha, dunque, lo scopo di concorrere al miglioramento dei flussi monetari verso attività sostenibili nel territorio dell'Unione europea attraverso la confluenza degli investimenti verso tecnologie e imprese più sostenibili, al fine di rendere l'Europa climaticamente neutra entro il 2050.

Il regolamento stabilisce, all'art. 3, i criteri che devono essere applicati nell'ambito del territorio dell'Unione europea al fine di classificare un'attività economica "ecosostenibile". Tale articolo qualifica come tali le attività che contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali, fissati dall'art. 9⁵⁹ e meglio specificati nei successivi artt. 10-16; non arrecano un danno significativo a nessuno degli obiettivi menzionati⁶⁰; sono svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18; sono conformi ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione attraverso gli atti delegati⁶¹.

In particolare, i criteri di vaglio tecnico stabiliti negli atti delegati consistono

⁵⁹ In base all'art. 9, sono considerati obiettivi ambientali 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; la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

⁶⁰ In merito al principio del "do not significant harm", contenuto nel regolamento tassonomia e recepito dal Programma Next Generation EU (NGEU) e dall'art. 5 del regolamento 241 del 2021 - relativo al Dispositivo per la ripresa e la resilienza (principale strumento del NGEU) - cfr. AMMANNATI, *Transizione energetica, "just transition" e finanza*, cit., p. 304 s.

⁶¹ Il potere di adottare atti delegati è conferito alla Commissione alle condizioni stabilite nell'art. 23 del Regolamento Tassonomia.

nella specificazione delle condizioni di realizzazione degli obiettivi ambientali, integrando quelle previste negli artt. 10-16, e consentono di determinare se un'attività economica arreca un danno significativo a uno o più di tali obiettivi.

Tra gli atti delegati, è opportuno menzionare l'“atto delegato *Clima* della tassonomia”⁶², il quale fissa i criteri di vaglio tecnico per determinare le attività economiche che possono contribuire in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e non arrecano un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

Inoltre, l'“atto delegato *Informativa* della tassonomia”⁶³ precisa il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni oggetto dell'obbligo di comunicazione da parte delle imprese finanziarie e non finanziarie al fine della conformità delle relative attività alla tassonomia dell'UE.

Il primo atto delegato, deputato a fissare i criteri di vaglio tecnico per le attività idonee a contribuire alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici, include molteplici settori ed attività conformi ai predetti criteri. Tuttavia, per alcuni la scelta relativa all'inserimento nell'ambito delle predette attività non è risultata agevole. Tale è stato il caso dell'energia nucleare, a causa della necessità di approfondire la valutazione degli aspetti di tale fonte di produzione di energia rispondenti al principio “non arrecare un danno significativo”. In merito al gas naturale, a parere della Commissione era opportuna una riflessione ulteriore sul ruolo ricoperto da tale fonte energetica nella transizione ecosostenibile dell'economia dei Paesi membri dell'UE.

Sebbene la tutela dell'ambiente e la lotta al cambiamento climatico costituiscano dei traguardi generali nell'ambito degli Stati dell'Unione europea, la competenza in materia di scelte relative al mix energetico (cioè alle fonti che

⁶² Regolamento delegato della Commissione europea 2021/2139 del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁶³ Regolamento delegato della Commissione europea 2021/2178 del 6 luglio 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio.

contribuiscono alla produzione di energia) è una prerogativa degli Stati membri, variando sensibilmente da Paese a Paese: tale mix energetico è composto, in alcuni Stati, per larga parte ancora dal carbone ad alte emissioni di anidride carbonica. Per tale motivo la tassonomia, oltre a spingere gli investimenti verso gli obiettivi di sostenibilità ambientale, tutela anche le scelte degli Stati relative ai tipi di fonti di produzione di energia, riflettenti generalmente le diverse peculiarità nazionali.

In aggiunta, ai sensi del regolamento 2020/852, oltre ad orientare i finanziamenti privati verso tecnologie climaticamente neutre, come la produzione di energia da fonti rinnovabili, essa mira a sostenere anche settori economici ed attività non climaticamente neutre ma potenzialmente idonee, a condizioni rigorose e per un periodo di tempo limitato, ad agevolare il passaggio verso un sistema energetico sostenibile: la produzione di energia da gas naturale e l'energia nucleare rientrano certamente in tale ambito.

In base a tali considerazioni, seguendo la valutazione tecnica del Centro comune di ricerca⁶⁴, la Commissione europea ha inserito nell'ambito delle attività considerate sostenibili ai sensi del Regolamento delegato del 9 marzo 2022⁶⁵ la produzione di energia da gas e l'energia nucleare, sebbene con alcuni limiti relativi alle emissioni⁶⁶.

L'introduzione nella tassonomia di tali attività economiche è giustificata dal contributo fondamentale fornito alla produzione di energia in molti Stati dell'UE, tenendo soprattutto in considerazione il livello attuale di sviluppo dell'energia

⁶⁴ Tale Centro, denominato anche con l'acronimo JRC, è il servizio scientifico interno della Commissione, deputato a supportare il processo decisionale dell'UE mediante consulenze scientifiche e basate su prove concrete ed indipendenti.

⁶⁵ sul quale si sono già espressi positivamente sia il Consiglio che il Parlamento europeo.

⁶⁶ Peraltro, il summenzionato gruppo di esperti ad alto livello sulla finanza sostenibile ha ritenuto tali limiti non sufficienti a garantire il rispetto degli obblighi climatici assunti dall'UE, raccomandando di esaminare in maniera più approfondita alcuni aspetti problematici: gli effetti delle attività di estrazione e separazione dell'uranio (svolte principalmente al di fuori dell'Unione europea); le incertezze relative allo smaltimento finale dei rifiuti nucleari ad alta attività, che rimane una questione aperta per la ricerca; l'impatto delle radiazioni sull'ambiente, specificamente per quanto riguarda la protezione delle acque e delle risorse marine.

rinnovabile, ancora insufficiente a soddisfare la domanda, nonché la scarsa disponibilità di risorse energetiche alternative.

Con riferimento al settore energetico e all'orientamento dei relativi finanziamenti è possibile, dunque, avanzare un'interpretazione del principio di non arrecare danni significativi all'ambiente conforme ad un bilanciamento della tutela dei diversi interessi in gioco. Secondo tale interpretazione sembra equo ed opportuno un orientamento degli investimenti verso forme di energia idonee, da un lato, a produrre il maggior sviluppo possibile della società in termini di benessere e qualità della vita (quindi di disponibilità di energia in termini quantitativi); dall'altro, a raggiungere tale risultato a basso costo, per tutelare le fasce più deboli della popolazione ed azzerare la cd. "povertà energetica"; parallelamente, a realizzare i predetti obiettivi tutelando il più possibile e con i minori rischi l'ambiente.

Ci sembra che una siffatta interpretazione del principio in questione si adatti nel miglior modo possibile alla concezione tridimensionale dello sviluppo sostenibile il quale, se perseguito senza tener conto contemporaneamente delle tre componenti che lo formano, non può realizzarsi completamente, quale tutela ambientale, sviluppo economico e democratizzazione ed inclusione sociale. In altri termini, reale benessere dell'essere umano e dell'ambiente in cui vive.

Passando, infine, ad un'ultima riflessione sul significato del termine "tassonomia" nei documenti europei, oltre a designare una classificazione delle attività conformi agli obiettivi di sostenibilità, esso ha la funzione di "certificazione", contribuendo a delineare un quadro di certezza normativa essenziale per gli investimenti finanziari rivolti al perseguimento di tali attività, nell'ambito dei traguardi climatici fissati a livello UE e delle relative direttive impartite dalle istituzioni europee, indirizzate principalmente al settore economico e finanziario. Conseguentemente, tale certificazione ha forti ripercussioni anche in termini di migliori possibilità di finanziamento delle attività in essa contenute, considerate a

tutti gli effetti “sostenibili”.

Contribuendo al miglioramento dei flussi monetari verso attività sostenibili nel territorio dell’Unione europea attraverso la confluenza degli investimenti verso tecnologie e imprese più sostenibili, la tassonomia dell’UE è uno strumento di certezza e di trasparenza fondato su criteri scientifici e rivolto alle imprese e agli investitori, i quali sono tenuti anche a diversi obblighi informativi relativi soprattutto alla gestione dei rischi. Tali soggetti potranno utilizzare tale strumento per investire in progetti e attività economiche con significative ricadute positive sul clima e sull’ambiente, contribuendo al perseguimento della neutralità climatica dell’UE al 2050.

Tassello fondamentale per garantire che le attività e gli investimenti menzionati nei diversi atti in materia di tassonomia siano realmente sostenibili sono i diversi obblighi informativi a carico delle imprese e degli emittenti, previsti dalla normativa di settore.

La Direttiva 2014/95/UE⁶⁷ sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni⁶⁸ prescrive alcuni obblighi informativi relativi alle politiche adottate e ai risultati ottenuti in materia ambientale e sociale, nonché alle misure relative al personale, alla tutela dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione. In caso di mancata applicazione delle politiche oggetto della Direttiva, le imprese hanno l’obbligo di motivare tale comportamento in base al principio “comply or explain”.

Le linee guida dettate dalla Commissione nel del 2019, integrando la normativa in questione, hanno fornito alcuni dettagli sulle modalità di comunicazione agli investitori delle informazioni sul cambiamento climatico,

⁶⁷ Recepita nel nostro Paese con il D.Lgs n. 254 del 30.12.2016.

⁶⁸ Aziende quotate con un numero di dipendenti superiore a 500 e il cui totale dell’attivo dello stato patrimoniale sia superiore a 20.000.000 di euro, nonché il totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni risulti superiore a 40.000.000 di euro.

risultando peraltro non vincolanti⁶⁹.

Il regolamento n. 2088/2019 sulla trasparenza delle informazioni in materia di sostenibilità⁷⁰ (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR) ha introdotto obblighi informativi sulla sostenibilità in materia di politiche di investimento e di prodotti finanziari rivolti ai partecipanti ai mercati e ai consulenti.

La norma contiene una definizione molto articolata di “investimento sostenibile”, che, insieme alle norme comuni sulla divulgazione di informazioni in materia di sostenibilità, conferisce certezza e trasparenza nell’ambito del mercato finanziario contro il diffuso fenomeno del cd. *greenwashing*⁷¹.

In relazione ai dati sul rispetto dei criteri ESG che gli operatori e i consulenti finanziari devono comunicare sul proprio sito web, essi riguardano sia i processi che seguono per prendere le decisioni d’investimento che tutti i prodotti finanziari che vendono sui mercati dell’Unione Europea.

In particolare, tali dati sono relativi alle modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali, alla coerenza delle politiche di remunerazione con l’integrazione dei rischi, nonché alle modalità di individuazione, analisi e riduzione degli impatti negativi delle politiche d’investimento sui fattori di sostenibilità. In caso di mancata considerazione degli impatti negativi da parte dei

⁶⁹ La proposta di Direttiva della Commissione europea sulla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), adottata il 21 aprile 2021, è destinata ad aggiornare gli obblighi informativi previsti dalla Direttiva 2014/95.

⁷⁰ Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

⁷¹ L’art. 2, n. 17, definisce sostenibile 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 o 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, o 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”.

soggetti in questione, analogamente a quanto previsto dalla direttiva summenzionata, essi sono tenuti a comunicarne in modo chiaro il motivo.

Con riferimento alle politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità, ai sensi del regolamento gli operatori devono comunicare le modalità in cui tengono in considerazione tali rischi nelle decisioni di investimento e le possibili conseguenze sui rendimenti per tutti i prodotti finanziari, essendo tenuti anche in tal caso a fornire chiare motivazioni sull'eventuale mancata considerazione dei suddetti rischi. Le informazioni sono contenute nell'informativa precontrattuale⁷².

I vincoli più stringenti riguardano le informazioni sui prodotti sostenibili, classificati in due categorie previste, rispettivamente, all'art. 8 e 9. I prodotti della prima promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, integrando in modo vincolante nel processo d'investimento prassi di buona governance⁷³. Quelli della seconda hanno come obiettivo gli investimenti sostenibili, come definiti dall'art. 2, n. 17 cit.

La classificazione in una delle due categorie comporta la divulgazione di informazioni chiare relative al rispetto delle caratteristiche di sostenibilità, oppure alle modalità di raggiungimento degli obiettivi d'investimento sostenibile, da inserire nel sito web, nell'informativa precontrattuale, nonché nella rendicontazione periodica.

Un'ulteriore misura europea di certezza normativa per gli emittenti, che introduce uno standard di riferimento relativo ai prodotti sostenibili, è rappresentata dalla Proposta di regolamento su una norma volontaria europea per

⁷² Dal 30 dicembre dell'anno in corso (2022) tali informazioni dovranno riguardare anche l'impatto negativo delle decisioni in materia di investimenti sui fattori di sostenibilità.

⁷³ Evitando sistematicamente di investire in determinati settori, emittenti o Paesi in funzione del rispetto di alcuni principi e valori (si pensi all'esclusione degli investimenti in imprese produttrici di armi e tabacco, o nella ricerca condotta mediante test su animali), ovvero adottando l'approccio *best in class*, consistente in una selezione degli emittenti in portafoglio in base a criteri ESG, preferendo gli emittenti migliori nell'ambito di determinate categorie.

le obbligazioni verdi⁷⁴.

Al fine di incentivare il finanziamento degli investimenti sostenibili, tale regolamento dovrebbe introdurre uno standard rigoroso di riferimento al quale aderire volontariamente sull'uso che le imprese e le autorità pubbliche possono fare di tali strumenti con finalità di raccolta fondi sul mercato dei capitali, per il finanziamento di investimenti ambiziosi. Mediante l'applicazione del predetto standard di riferimento, detto finanziamento dovrebbe essere attuato nel rispetto di requisiti rigorosi di sostenibilità, tutelando in tal modo gli investitori e il mercato dal fenomeno del *greenwashing* e garantendo, al tempo stesso, il sostegno finanziario a progetti ambientali realmente sostenibili.

7. «(L)o *sviluppo* è un ampio processo (...) che mira al costante miglioramento del benessere dell'intera popolazione e di tutti gli individui sulla base della loro attiva, libera e significativa partecipazione allo sviluppo e nell'equa distribuzione dei benefici che ne derivano»⁷⁵.

Il concetto di sviluppo sostenibile è un criterio trivalente, che si compone di aspetti ambientali, economici e sociali.

La *sostenibilità ambientale* implica la protezione degli equilibri ecosistemici, la tutela della biodiversità, la possibilità di rinnovamento delle risorse, in modo tale da consentire all'ambiente naturale il mantenimento inalterato delle proprie caratteristiche. La *sostenibilità economica* è la capacità di un sistema economico di generare una crescita duratura degli indicatori economici, mediante la creazione di reddito e lavoro per il sostentamento delle popolazioni nonché attraverso un'efficace combinazione delle risorse. La *sostenibilità sociale* può essere definita come la capacità di garantire condizioni di benessere umano (sicurezza, salute,

⁷⁴ Proposta della Commissione europea sull'*European Green Bond Standard* del 6 luglio 2021, modificata dal Consiglio e dal Parlamento europeo nella primavera del 2022.

⁷⁵ Cfr. Preambolo della *Dichiarazione sul diritto allo sviluppo*, adottata il 4 dicembre 1986 dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con Risoluzione 41/128.

istruzione) equamente distribuite per classi e per genere, cosicché esso possa crescere, ma non peggiorare⁷⁶.

Come espresso dalla stessa definizione del principio dello sviluppo sostenibile, la sostenibilità si pone in termini accessori rispetto al concetto di sviluppo (“sostenibile” è un aggettivo che specifica i caratteri dello “sviluppo”): per essere conforme a tale principio, un’attività deve in primo luogo contribuire allo sviluppo, e poi se ne vaglia la sostenibilità.

Da quanto premesso, il primo aspetto da tenere in considerazione nel definire la sostenibilità di un’attività o di un servizio è il contributo al benessere e alla qualità della vita della collettività. In particolare, con riferimento ai servizi, il termine inglese *utility* ben evidenzia l’utilità dei servizi medesimi, cioè la garanzia finalizzata allo svolgimento normale della vita dell’essere umano in ambito sociale ed economico.

Il principio dello sviluppo sostenibile è sorto nel contesto delle conferenze internazionali e, in particolare, nell’ambito della promozione dello sviluppo dei territori meno avanzati, con riferimento ad attività che, prima di essere valutate in termini di compatibilità ambientale, dovevano contribuire allo sviluppo sociale ed economico della società di riferimento⁷⁷. Dunque, la valutazione dell’impatto ambientale riguarda generalmente le attività e i servizi utili per lo sviluppo economico e sociale: il vaglio della sostenibilità ambientale è strettamente connesso a quello della sostenibilità economica e sociale.

Le diverse dimensioni della sostenibilità mirano al perseguimento di obiettivi specifici. Privilegiare solo una o due dimensioni «significa avere una visione non

⁷⁶ Per tali riferimenti cfr. MCKENZIE, *Social sustainability: Towards some definitions*, 2004, <http://www.semanticscholar.org>; VALERA, *La sostenibilità: un concetto da chiarire*, in *Economia & diritto agroalimentare*, 17, 1, 2012, p. 39 ss.; nonché SILVESTRI, *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, in *Gentes*, II, dicembre 2015, p. 217.

⁷⁷ Per eventuali approfondimenti sul principio in questione, con particolare riferimento alle sue origini nell’ambito delle diverse conferenze internazionali, ci si permette di rinviare al nostro *Energia sostenibile. Diritto internazionale, dell’Unione europea e interno*, Torino, 2012, p. 1 ss.

sostenibile e parziale dello sviluppo in un'ottica solo conservazionista (sviluppo ambientale e sviluppo economico), ecologica (sviluppo ambientale e sociale) oppure socio-economica (sviluppo economico e sociale)»⁷⁸.

L'esame della sostenibilità presuppone quindi una comparazione tra le diverse attività e servizi (e conseguentemente tra i relativi finanziamenti) con riferimento al contributo fornito allo sviluppo economico e sociale, oltre che alla tutela ambientale.

Con particolare riferimento all'aspetto sociale della sostenibilità, la normativa e le conseguenti procedure di validazione delle attività e dei prodotti finanziari sono ancora poco diffuse, con ricadute negative molto rilevanti in termini di gestione dei rischi relativi al fenomeno del *socialwashing* (analogo al *greenwashing* ma attinente al perseguimento fittizio di obiettivi sociali).

In un contesto internazionale e nazionale nel quale la sostenibilità sociale emerge a gran voce come componente essenziale dello sviluppo⁷⁹, l'esigenza di colmare le lacune normative in materia di finanza sostenibile relative alla dimensione sociale della sostenibilità diventa fondamentale.

Per tali considerazioni, affinché la predetta disciplina possa rappresentare realmente un punto di riferimento certo, sia per le aziende che per gli investitori, idoneo a supportare adeguatamente la crescita degli investimenti e delle attività sostenibili, è necessario che essa prenda in adeguata considerazione i requisiti di tali attività sia in termini di sostenibilità ambientale che di sostenibilità economica e

⁷⁸ Cfr. ancora SILVESTRI, *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, cit., p. 217.

⁷⁹ Nel contesto internazionale, l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite contiene diversi richiami espliciti e dettagliati alla sostenibilità sociale nei vari punti dei 17 *Sustainable Development Goals*. Con riferimento alla dimensione nazionale, la nostra Costituzione già dai primi articoli evidenzia, nei principi fondamentali, esigenze essenziali di sostenibilità sociale. Cfr., per tutti, l'articolo 3, comma 2, in base al quale: "È compito della Repubblica rimuovere gli ostacoli di ordine economico e sociale, che, limitando di fatto la libertà e l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana e l'effettiva partecipazione di tutti i lavoratori all'organizzazione politica, economica e sociale del Paese".

sociale. Affinché la finanza sostenibile divenga strumento essenziale per il perseguimento di obiettivi “reali” di sostenibilità, la valutazione insita nei criteri di sostenibilità deve risultare, quindi, dal *bilanciamento* di considerazioni relative sia al contributo economico e sociale che all’impatto ambientale delle attività oggetto di valutazione.

Autorevole dottrina ritiene che sia «compito della ricerca [...] verificare se, in una prospettiva di lungo periodo, sia configurabile un ‘ritorno alla normalità’, segnato dalla pace e dal superamento delle crisi economico-finanziarie»⁸⁰. Riteniamo che la condizione per dare una risposta positiva sia una più diffusa realizzazione di una migliore qualità della vita, il cui vettore principale è rappresentato dalla sostenibilità “reale”, intesa cioè non solo come tutela ambientale, ma come equilibrio tra tutela ambientale, sviluppo economico e benessere sociale, equamente distribuiti.

Susanna Quadri

*Associato di Diritto internazionale
nell’università degli Studi di Napoli “Parthenope”*

⁸⁰ Cfr. CAPRIGLIONE, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, cit., p. 5.