

TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Liber amicorum Laura Ammannati

*A cura di Allegra Canepa e Gian Luca Greco**

* I curatori del *Liber Amicorum* ringraziano il Prof. Diego Rossano per la preziosa collaborazione prestata nella raccolta dei contributi e la Fondazione G. Capriglione onlus per aver ospitato la pubblicazione degli scritti nella prestigiosa 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia'.

I GREEN BOND E LA LORO PRIMA DISCIPLINA AI SENSI DEL REGOLAMENTO (UE) 2023/2631 *

*(The green bonds and their first legal framework under Regulation (Ue)
2023/2631)*

ABSTRACT: *L'articolo analizza il nuovo quadro dettato dal Regolamento UE 2023/2631 sui green bond europei (EuGB) e l'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come sostenibili dal punto di vista ambientale o legate alla sostenibilità. Il regolamento mira a facilitare il finanziamento di investimenti ecosostenibili per i partecipanti al mercato e quindi a promuovere la finanza sostenibile, che è un elemento chiave per raggiungere gli obiettivi del Green Deal. Affinché ciò avvenga, tuttavia, è necessario infondere fiducia negli investitori nella sostenibilità dei loro investimenti e, per quanto riguarda i green bond, è necessario fornire definizioni uniformi, obblighi di informativa e di convalida coerenti affinché il loro mercato possa svilupparsi. Sebbene il Regolamento rappresenti una pietra miliare importante collegando l'uso degli EuGB alla tassonomia europea, introducendo un'informativa più rigorosa e richiedendo che i valutatori esterni siano registrati e supervisionati dall'ESMA), lascia ancora irrisolte alcune criticità, la più grande delle quali è la responsabilità in caso di l'ipotesi di mancato raggiungimento dei risultati fissati al momento dell'emissione del prestito obbligazionario*

The article analyses the new framework dictated by EU Regulation 2023/2631 on European green bonds (EuGB) and voluntary disclosure for bonds marketed as environmentally sustainable or sustainability-related. The Regulation aims to ease the financing of environmentally sustainable investments for market participants and

* Contributo approvato dai revisori.

Il presente articolo è frutto della riflessione comune dei due autori, tuttavia si possono attribuire i paragrafi 1, 2, 4 e 6 a Pierluigi De Biasi e il 3 e 5 a Elisabetta Bani

thus to promote sustainable finance, which is a key element in achieving the goals of the Green Deal. For this to happen, however, it is necessary to instil investor confidence in the sustainability of their investments, and as far as green bonds are concerned, uniform definitions, consistent disclosure and validation requirements must be provided for their market to develop. Although the Regulation represents an important milestone by linking the use of EuGBs to the European taxonomy, it introduces stricter disclosure and requires that external evaluators be registered and supervised by ESMA), it still leaves some critical issues unresolved, the biggest of which is liability in the event of failure to achieve the results set at the time of the bond issue.

SOMMARIO: 1. Le ragioni per svolgere una riflessione – 2. I *green bond* – 3. Il rapporto dei *green bond* con la tassonomia – 4. Il regolamento EU sui *green bond* – 5. La promessa di un impiego ESG – 6. Profili di responsabilità

1. I *green bond* sono titoli obbligazionari, che possono venire emessi indifferentemente da soggetti pubblici o privati, con l'obiettivo di raccogliere dai sottoscrittori risorse finanziarie destinate alla realizzazione di progetti che portino, quando realizzati, a un qualche beneficio ambientale e da questo presupposto nasce la qualificazione di *green*¹.

¹ Sul tema, di recente, si vedano quantomeno BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'"European Green Deal": la tassonomia delle attività economicamente ecosostenibili e la proposta di regolamento europeo sugli "European Green Bonds"*, in *ambienteditto.it* 1/2022, p. 529; F. CONTE, *La finanza sostenibile: limiti e profili evolutivi*, in *Federalismi.it*, 33/2022, 1; BORGHESI, et al., *The EU Sustainable Finance Strategy: Some Perspectives on Climate Diplomacy*, in *La Comunità Internazionale*, 3/2022, p. 465; CARRISI, *Il ruolo degli strumenti finanziari ESG nella transizione ecosostenibile dell'economia*, in *Contratto e impresa. Europa*, 2022, p. 363; COSSU, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca Impresa Società*, 2022, p. 433; FRANZA, *La nuova strategia in materia di finanza sostenibile e proposte normative in tema di "European Green Bond" e tassonomia*, in *Dir. econ.*, 2022, p. 65; LAS CASAS, *Mercati finanziari e transizione ecologica: il modello dei "green bonds"*, in *Comparazione dir. civ.*, 3/2022, p. 823; MARASCO, *Il mercato dei "green bond" alla prova della disciplina europea*, in questa *Rivista*, 4s/2022, 1, p. 327; COSSU, *Delle scelte di investimento dei "Post-Millennials", e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1253; D.

L'operazione, in sé una semplice emissione obbligazionaria, in effetti è presentata come una sorta di finanziamento di scopo con codicillo etico. Il codicillo etico si rinviene nell'aspetto della tendenziale minor remunerazione offerta dall'emittente ai sottoscrittori², inglobando nel rendimento – e sia detto in senso del tutto atecnico – il valore etico dell'aver contribuito, *in parte qua*, al miglioramento ambientale. L'investitore ricomprenderà nel paniere di ciò che la sottoscrizione gli dovrà portare non solo la restituzione delle somme e l'incasso delle cedole, ma anche il beneficio rappresentato dall'aver contribuito al conseguimento di un obiettivo "green", al quale le risorse economiche dovrebbero essere collegate, se non addirittura vincolate. La motivazione del sottoscrittore è un punto meritevole di indagine.

L'emittente ha la possibilità di ricevere un finanziamento a un tasso tendenzialmente inferiore rispetto a quello pagato dagli emittenti per i *bond* convenzionali, destinato a consentire la realizzazione di un progetto di investimento che non solo si pone come mezzo per raggiungere il fine normale di migliorare il

LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds". Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Società*, 2021, p. 115; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di "policy" a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 904; CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, in *Persona e Mercato*, 2020, p. 334; CAVALIERE, *La prospettiva dei "green bonds" per la finanza sostenibile*, in *Dir. Pubbl. Eur. - Rassegna online*, 2020, 6; FRANZA, *Il Piano d'azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione*, in *Dir. econ.*, 2020, 2, p. 679; GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento dell'obbligazione di scopo*, in *Contratto e impresa*, 2020, 689; A. LAS CASAS, *Dai diritti di emissione alla finanza "green". Le nuove frontiere e i limiti dei modelli privatistici per la tutela dell'ambiente*, in *Teoria crit. reg. soc.*, 21/2020, p. 129; NICOLINI, *Law and the Humanities in a Time of Climate Change*, in *The Cardozo Electronic Law Bulletin*, 1/2020, 1; OTTOMBRINO, *Paradigmi di contratto ad impatto ambientale. Prime riflessioni*, in *Foro nap.*, 2020, p. 389; BERTARINI, *I 'green bonds' quale strumento di finanza verde per la crescita delle imprese*, in *Percorsi costit.*, 2019, p. 193; ROMANI, *Green Bonds: meriti e sfide di un prodotto in rapida diffusione*, in *Bancaria* 9/2016, p. 49; TROISI, *Partenariato pubblico-privato ed investimenti infrastrutturali: opportunità per uno sviluppo sostenibile*, in *Econ dir. terziario*, 2011, 2, 553-568; Fracchia, *Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future*, in *Riv. quadr. dir. ambiente*, 2010, p. 2.

² ZERBIB, *Is The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds*, in *J. Banking and Finance*, Vol. 98 (-60), 2019, p. 39. SCHMITTMANN, GAO, *Green Bond Pricing and Greenwashing Under Asymmetric Information*, IMF Working Paper No. 2022/246, p 5, indicano che alcuni studi mostrano una realtà non univocali in tema di rendimento.

rendimento economico dell'impresa, ma anche il fine dichiarato di generare benefici che possano essere considerati un'utilità amica dell'ambiente. Questo secondo lato dell'operazione negoziale apre l'indagine sulla definizione di cosa sia ciò che abbiamo indicato come un'utilità amica dell'ambiente, sulla verificabilità del processo e, infine, stante la rilevanza dell'impiego per il sottoscrittore, sulle conseguenze del mancato raggiungimento dell'obiettivo indicato all'inizio della raccolta.

Sul piano contingente si inserisce, ultimo tassello nella ricca produzione normativa dell'Unione³, il Regolamento obbligazioni verdi europee, approvato il 5 ottobre 2023 in via definitiva⁴ e già concordato con i governi UE. Si tratta di una nuova normativa per l'uso volontario del marchio "*green bond*", il primo del suo genere al mondo, che stabilisce norme uniformi per quegli emittenti di obbligazioni che desiderano utilizzare la denominazione "obbligazione verde europea" (in inglese: European Green Bond) o "EuGB" per commercializzare i loro titoli.

Tra i molteplici profili problematici che si possono identificare, tre spiccano per la loro rilevanza e si tratta della qualificazione della fattispecie, delle asimmetrie informative e dei rimedi al mancato raggiungimento dell'obiettivo.

2. I *green bond* sono una varietà delle obbligazioni, non diversa sul piano giuridico, almeno fino all'arrivo del Regolamento, da ogni altra obbligazione. Come è noto la legge non definisce le obbligazioni⁵, ma il concetto dei titoli di debito è sufficientemente chiarito da un paio di secoli di dottrina e giurisprudenza. Definire il concetto di sostenibilità, nelle varie declinazioni lessicali⁶, è ancora oggetto di

³ Un'esposizione ragionata in Lembo, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2023, p. 63 e le riflessioni di Franza, *Il Piano d'azione europeo sulla finanza sostenibile: il punto sullo stato di realizzazione*, in *Dir. econ.*, 2020, 2, p. 679 e COSSU, *Delle scelte di investimento dei "Post-Millennials"*, cit., p. 1270 ss..

⁴ Con 418 voti favorevoli, 79 contrari e 72 astensioni.

⁵ Così, da ultimo, COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018⁵, p. 5.

⁶ Secondo LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds"*, cit., p. 115 "Con le espressioni *finanza «etica»*, *finanza «sostenibile»* o *finanza «social- mente responsabile»* – spesso utilizzate in

elaborazione teorica⁷. Solo recentemente il legislatore dell'Unione Europea ha fornito indicazioni e parametri, che certamente saranno modificati, affinati e – probabilmente – riorientati nel volgere di qualche anno, quando l'esperienza avrà fornito materia di verifica. La prima definizione dei “fattori di sostenibilità” è contenuta nell'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088 e lo sviluppo più compiuto sul piano concettuale avviene con la cd. tassonomia articolata nel Regolamento (UE) 2020/852.

Secondo i *Green Bond Principles* emessi da ICMA nel 2021⁸ ci sono quattro tipologie di *green bonds*, a seconda del tipo di finanziamento previsto nell'obbligazione e cioè: *standard green use of proceeds bond*; *green revenue bond*; *green project bond*; *green securitized bond*. Il dato caratterizzante di queste obbligazioni è che il prestito è utilizzato per finanziare o rifinanziare progetti sostenibili legati a programmi che abbiano un impatto positivo per l'ambiente⁹ e questa obbligazione, il cui contenuto esamineremo in seguito, affianca l'altra obbligazione, quella che appartiene al tipo, di restituzione del prestito e di

modo indistinto dal legislatore nazionale ed europeo – si fa genericamente riferimento a tutte quelle forme di finanza nelle quali il capitale è investito considerandone i riflessi sulla società civile e l'ambiente naturale” e propone in n. (1) esempi tratti dal TUF e dal TUB

⁷ Come osserva MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1350; sul concetto V. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, in *Riv. Soc.*, 2021, p. 29 ss.; LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 335; ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2022, p. 112.

Osserva BEVIVINO, *Dalla “responsabilità sociale di impresa” alla “sostenibilità”: andata e ritorno*, in *Lavoro e dir.*, 2023, p. 485 che nel passaggio dalla RSI alla sostenibilità “*si passa da obblighi e doveri che le imprese/società si sono “auto-assegnate” ... a doveri di fonte direttamente legale. Si passa, ragionando per tassonomie, da una “doverosità contrattuale” a una “doverosità normativa”*”, ma che la transizione è forzatamente incompleta, “*in ragione del fatto che il quadro normativo attualmente in vigore non consente di delineare precisi e vincolanti doveri “normativi”, volti ad attuare la protezione delle differenti categorie di stakeholders qui più volte richiamate”*.”

⁸ Sui quali v. LENZI, *La finanza d'impatto e i “green” e “social bonds”*, cit., p. 126 ss..

⁹ DI FAUSTO, *Investimenti sostenibili*, cit., p. 50; CAVALIERE, *La prospettiva dei “green bonds” per la finanza sostenibile*, in *Dir. Pubbl. Eur. – Rass. online*, 2020, 6; LASKOWSKA, *The Green bond as a prospective instrument of the global debt market*, in *Copernican Journal of Finance & Accounting*, n. 6/2017, p. 69 ss.

corresponsione degli interessi¹⁰. È da anticipare che il legame tra i *green bond* e l'effettivo impiego è poco evidente. Nel caso di emissioni sovrane si è arrivati a commentare che “*the framework for most sovereign green bonds does not guarantee that new green investments will be made using the bond proceeds*”¹¹.

Correlativamente l'investitore è mosso anche da un interesse non patrimoniale, quello che lo induce a partecipare in via mediata alla realizzazione proprio di quello scopo “sostenibile”, dedotto nel bond.

Inizialmente, i nuovi *bond* provenivano principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti; successivamente sono arrivati sul mercato anche titoli emessi da singole aziende, municipalità e agenzie statali¹².

3. Il Regolamento sulle obbligazioni verdi europee, va dunque collocato nel più ampio contesto dell'agenda della Commissione europea in materia di finanza sostenibile. In particolare si lega strettamente al regolamento sulla tassonomia che definisce una classificazione delle attività economiche come ecosostenibili. Questo quadro si pone come parametro di riferimento per classificare “verde” un'attività economica. È un tassello del pacchetto di iniziative strategiche adottato in ambito europeo per avviare l'UE sulla strada di una transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 (*Green Deal* europeo).

¹⁰ GIANNINI, *Titoli di solidarietà e inadempimento*, cit., p. 692 ss.; Capaldo, *Linee evolutive in tema di soggetti*, cit., p. 348.

¹¹ CHENG, EHLERS, PACKER, *Sovereigns and sustainable bonds: challenges and new options*, in *BIS Quarterly Review*, September 2022, p. 51, ma v. anche KRAMER, *Germany's inaugural green bond... not so green after all*, CEPS, September 2020, www.ceps.eu/germanys-inaugural-green-bond-not-so-green-after-all/.

¹² Per alcuni affidabili dati sulla crescita del settore e sulla ripartizione tra emittenti v. CHENG, EHLERS, PACKER, *Sovereigns and sustainable bonds*, cit., p. 47 ss. e LENZI, *La finanza d'impatto e i “green” e “social bonds”*, cit., p. 119.

Nel contesto del *Green Deal* le misure riguardanti la finanza sostenibile sono adottate per contribuire all'obiettivo ultimo in materia di clima (con contestuale affermazione di una società equa e prospera con un'economia moderna e competitiva). Questo l'obiettivo del regolatore europeo. Per chi svolge un'attività economica e per chi investe, il fine prioritario non è quello fatto proprio dal regolatore. Tale fine può essere condiviso dall'imprenditore, ma l'impresa ha un fine dichiarato, storicamente stabile, ovvero produrre profitti per il proprietario. Non appartiene all'impresa la decisione su come essi vadano allocati, ma certo è che se non si producono profitti nessuno tra i soggetti interessati alla ripartizione potrà ricevere alcunché. Per misurare i profitti è stato inventato lo strumento del bilancio, che, come tutte le rappresentazioni, è convenzionale ed è un documento di sintesi. Queste sue due caratteristiche hanno per conseguenza che il quadro, per fedele che sia, contiene valutazioni, ipotesi, imperfezioni. Le regole sul bilancio sono un chiaro esempio di diritto positivo (nel senso kelseniano): negli ultimi vent'anni siamo passati dal costo storico agli impairment test, cambiando di molto la prospettiva.

Nel caso del sistema di valori ESG al momento, notoriamente, non esiste un modello generalmente accettato per identificare obiettivi e procedure ed è ovvio che in mancanza di accordo sui fini da perseguire, sulle modalità di realizzazione e sui criteri di valutazione non è possibile distinguere, separare il grano dal loglio e la situazione di incertezza consente a operatori scorretti di formulare offerte se non truffaldine, almeno poco sincere.

Per far sì che si crei un mercato virtuoso è necessario anzitutto definire criteri uniformi a livello europeo per stabilire se un'attività economica possa essere considerata ecosostenibile e lo strumento più evoluto nell'UE è Il Regolamento (UE)

2020/852, il provvedimento che ha introdotto nel sistema normativo un regolamento sulle attività economiche sostenibili¹³.

Una ampia serie di rimandi tra vari articoli del Regolamento consente di definire l'investimento ecosostenibile come «*investimento in una o più attività economiche considerate ecosostenibili*» (Art. 2, comma 1). A sua volta l'attività economica è considerata ecosostenibile in casi specificamente indicati: in primo luogo (art. 3, comma 1, lett. a) se «*contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali*» che sono indicati come «*a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi*» (art. 9). L'attività è considerata ecosostenibile anche qualora il suo svolgimento «*non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali*» (art. 3, comma 1, lett. b) e, infine se «*è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18*» (art. 3, comma 1, lett. c) Troviamo poi una norma di chiusura, secondo la quale l'attività è considerata ecosostenibile se «*è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2*».(art. 3, comma 1, lett. d).

Il legame tra la tassonomia e il Regolamento *green bond* è reso intuitivamente forte ed è manifesto il ruolo che il regolamento *green bond* riconosce alla

¹³ Sul Regolamento (UE) 2020/852 che perviene ad un sistema di classificazione per gli investimenti ecosostenibili v. BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'European Green Deal*, cit., p. 537; COSSU, *Tassonomia finanziaria*, cit., p. 433; GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Orizzonti dir. comm.* 2/2022, 497; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi*, cit., p. 914.

tassonomia¹⁴, che è allo stato l'unico strumento di misurazione¹⁵ per determinare se un certo atto o una certa attività siano conformi al sistema¹⁶, stabilendo che i proventi delle obbligazioni verdi europee siano utilizzati per finanziare attività economiche ecosostenibili, come definite nel Regolamento 2020/852¹⁷.

4. Il Regolamento, appena approvato¹⁸, si pone l'obiettivo di stabilire una serie uniforme di requisiti specifici per le obbligazioni emesse da imprese finanziarie e non finanziarie e da emittenti sovrani che desiderano avvalersi della denominazione "obbligazione verde europea" o "EuGB" per le loro emissioni. L'impiego del regolamento è dettato dalla preoccupazione che in sede di recepimento di una direttiva gli Stati Membri potrebbero dettare requisiti nazionali divergenti e, correlativamente, dalla volontà che la specificazione dei requisiti di qualità tramite un regolamento garantisca che tali condizioni siano direttamente applicabili agli emittenti. Posta la necessità che gli emittenti di EuGB debbano seguire le medesime norme in tutta l'Unione, riducendo le discrepanze e i costi di valutazione per gli investitori, per agevolare il confronto e affrontare il *greenwashing*, si ritiene di fornire

¹⁴ Per una indicazione puramente quantitativa, il Regolamento cita la tassonomia nei considerando 11, 12, 15, 17, 18, 22, 24, 25, 27, 28, 31, 32, 37, negli articoli 2, 4, 5, 7, 8, 13, 19, 20, 21, 71, e negli Allegati I, II, III e IV-

¹⁵ Pur nella consapevolezza che lo strumento debba ancora essere affinato. Per qualche considerazione sui limiti e le attuali imperfezioni della tassonomia DI DOMENICO, *Finanza sostenibile, tassonomia europea e principio DNSH: le novità strategiche dell'Unione e i riflessi in ambito nazionale*, in *Dir. Pubbl. Eur.* - Rassegna online 1/2023, 1, p. 845.

¹⁶ Senza dimenticare la proposta che EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) ha sottoposto alla Commissione il 12 novembre 2022, ove si propongono 12 standard di rendicontazione allo scopo di ottenere un'armonizzazione sui fattori ESG coerenti con la direttiva CSRD (Direttiva 2022/2464).

¹⁷ Così anche BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'European Green Deal*, cit., p. 540.

¹⁸ Sul percorso di ideazione e approvazione del Regolamento v. BERTARINI, *Il finanziamento pubblico e privato dell'European Green Deal*, cit., p. 538 e FRANZA, *La nuova strategia in materia di finanza sostenibile*, cit., p. 65 ss..

modelli di informativa volontaria sulla sostenibilità dei vari tipi di emissione (Considerando 8)¹⁹.

Il Regolamento su 72 articoli dedica solo una prima parte alle obbligazioni e agli emittenti (21 articoli) dedicano lo spazio maggiore al costruire un quadro istituzionale alla professione del verificatore.

Il Regolamento parte dal dogma della necessità di raggiungere la transizione verso un'economia climaticamente neutra, sostenibile, efficiente sotto il profilo dell'energia e delle risorse, circolare ed equa che è un tassello fondamentale per assicurare la competitività a lungo termine dell'economia dell'Unione e il benessere dei suoi popoli (Considerando 1), nella prospettiva indicata della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (cd. "Accordo di Parigi") è stato approvato dall'Unione il 5 ottobre 2016²⁰, che è coerente con l'obiettivo dell'Unione di conseguire la neutralità climatica entro il 2050.

Le obbligazioni ecosostenibili sono uno dei principali strumenti per finanziare gli investimenti ecosostenibili e secondo il Regolamento, che qui fotografa l'esistente²¹, possono essere emesse da imprese finanziarie e non finanziarie, nonché da entità non societarie, come gli emittenti sovrani (Considerando 3). Di qui la necessità di un coordinamento, su due fronti: se da un lato le norme divergenti in materia di divulgazione di informazioni, trasparenza e responsabilità dei verificatori esterni di obbligazioni ecosostenibili, così come in materia di criteri di ammissibilità per progetti ecosostenibili impediscono agli investitori di individuare e confrontare le

¹⁹ Allegato I - Scheda informativa sulle obbligazioni verdi europee, Allegato II - Relazione annuale sull'allocazione dei proventi delle obbligazioni verdi europee, Allegato III - Relazione sull'impatto delle obbligazioni verdi europee, Allegato IV - Contenuto delle revisioni pre-emissione e post-emissione o delle revisioni delle relazioni sull'impatto. Tutti i documenti elaborati a partire dagli schemi e il loro contenuto non sono soggetti ad approvazione o avallo da parte dell'ESMA o di un'altra autorità competente.

²⁰ Decisione (UE) 2016/1841 del Consiglio, del 5 ottobre 2016, relativa alla conclusione, a nome dell'Unione europea, dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici

²¹ Per l'indicazione delle emissioni a oggi negoziate su Eurotlx v. il motore di ricerca di Borsa Italiana a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/green-e-social-bond/ricerca-avanzata.html>.

obbligazioni ecosostenibili Considerando 5 e 7), dall'altro l'allineamento rispetto agli obiettivi dell'Accordo di Parigi, stanti le divergenze esistenti e l'assenza di norme comuni, probabilmente avverrebbe attraverso l'adozione di misure e approcci divergenti, il cui risultato sarebbe un impatto negativo in relazione al corretto funzionamento del mercato interno e addirittura una sua frammentazione (Considerando 6). Norme e pratiche di mercato divergenti rendono difficile confrontare obbligazioni diverse e aumentano i rischi di *greenwashing*, falsando le decisioni di investimento.

Il Regolamento non si propone di disciplinare qualsiasi tipo di strumento obbligazionario, indipendentemente dal fatto che l'emittente intenda raggiungere obiettivi di sostenibilità ambientali, sociali o di *governance*, ma riguarda solo la sostenibilità ambientale (Considerando 9), distinguendo, come indica il regolamento (UE) 2020/852, tra attività abilitanti e di transizione che si qualificano come ecosostenibili. La stessa distinzione dovrebbe essere operata anche nelle informative per le obbligazioni verdi europee, nonché per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità (Considerando 10)²².

Doverosamente il Regolamento indica due criteri cardine. Innanzitutto, i proventi degli EuGB dovrebbero essere utilizzati per finanziare attività economiche che abbiano un impatto positivo duraturo sull'ambiente (Considerando 12) e inoltre i proventi di emissioni EuGB dovrebbero essere assegnati per finanziare attività economiche che siano ecosostenibili, e pertanto in linea con gli obiettivi ambientali di cui al Regolamento (UE) 2020/852, oppure che contribuiscano alla trasformazione

²² Il Regolamento indica che sono necessari specifici obblighi di trasparenza per l'energia nucleare e le attività connesse al gas fossile, nel caso in cui tali attività siano disciplinate dal regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, aspetto che è trattato agli artt. 5.3 e 18.2. Il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione, del 4 giugno 2021, integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale.

delle attività in modo che possano soddisfare i criteri per diventare ecosostenibili (Considerando 11, artt. 4 e 5)²³. La regola generale è che le destinazioni ammesse non sono un numero chiuso, ma è ammesso che gli emittenti possono assegnare i proventi di una o più obbligazioni verdi europee a un portafoglio di immobilizzazioni o attività finanziarie conformemente ai criteri di tassonomia ("approccio di portafoglio") e che, verso destinazioni indicate dal Regolamento, gli emittenti possono destinare fino al 15 % dei proventi ad attività economiche che soddisfano i criteri di tassonomia, ad eccezione dei cd. criteri di vaglio tecnico, garantendo l'ammissibilità dell'impiego e dando notizia della deroga nella scheda informativa del prodotto.

È tuttavia ammesso un approccio di portafoglio: l'emittente di una o più obbligazioni verdi europee potrebbe non essere in grado di individuare, per ciascuna emissione, nello stato patrimoniale le distinte attività a cui sono stati assegnati i proventi di tali obbligazioni. In tali casi le imprese dovrebbero essere autorizzate a riportare nello stato patrimoniale l'allocazione dei proventi aggregati del loro portafoglio di obbligazioni verdi europee a un portafoglio di attività ecosostenibili. Tali imprese dovrebbero dimostrare (1) nelle relazioni annuali sull'allocazione dei proventi che le corrispondenti attività ecosostenibili soddisfano i criteri di vaglio tecnico applicabili e (2) che il valore di tali attività è superiore o uguale al valore delle obbligazioni non ancora scadute. (Considerando 16, art. 8.2)

La procedura di emissione (art. 10) prevede che l'emittente prima di emettere un'obbligazione verde europea compili la scheda informativa (Allegato I) e si assicuri che la scheda informativa sia stata sottoposta a una revisione pre-emissione, con parere favorevole reso da un revisore esterno.

²³ Il Regolamento indica che l'obbligo di destinazione dei proventi dovrebbe diversificarsi: alle imprese maggiori dovrebbe essere consentito di scegliere se destinare tutti i proventi, mentre alle imprese minori si dovrebbe applicare l'obbligo di emettere i solo proventi netti, per tali intendendoci quelli al netto dei costi di emissione, i costi degli intermediari finanziari responsabili dell'emissione, i costi di consulenza, le spese legali, i costi di *rating* e i costi connessi alla revisione esterna (Considerando 14).

La revisione pre-emissione contiene una valutazione sulla corretta compilazione dalla scheda informativa e su una serie di elementi, procedurali e sostanziali, indicati nell'Allegato IV.

L'emittente deve pubblicare un prospetto (Reg. (UE) 2017/1129)²⁴ che, in aggiunta ai normali requisiti, deve soddisfare alcune condizioni aggiuntive quali (i) le obbligazioni sono denominate "obbligazione verde europea" o "EuGB" in tutto il prospetto, (ii) il prospetto indica che l'obbligazione è emessa conformemente al Regolamento Green Bond e (iii) deve includere una sintesi del piano CapEx, che elenca i progetti più significativi realizzati dall'emittente, misurati in percentuale del totale delle spese in conto capitale contemplate dal piano CapEx, e specifica il tipo, il settore, l'ubicazione e l'anno previsto di completamento di tali progetti (art. 14).

L'emittente pubblica sul sito web e rende disponibili gratuitamente, come previsto dal Regolamento (UE) 2017/1129²⁵, fino a che siano trascorsi almeno 12 mesi dalla scadenza delle obbligazioni: (i) la scheda informativa, (ii) la revisione pre-emissione (iii) un collegamento al sito web in cui è possibile consultare il prospetto, (iv) le relazioni sull'allocazione dei proventi delle obbligazioni, (v) le revisioni post-emissione delle relazioni sull'allocazione dei proventi, (vi) la relazione sull'impatto delle obbligazioni verdi europee, (vii) ove applicabile, il piano CapEx e la revisione della relazione ex art. 12, paragrafo 3 (art. 15)

²⁴ Con riferimento alla Direttiva VEIL, WIESNER, *Harmonisation of Prospectus Liability. The Listing Act as an Opportunity for a Major Step Towards a Capital Markets Union*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2023, p. 529; BUSCH, FERRARINI, FRANX (ed. by), *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, Oxford, 2020; BELLINI, *Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 3, p. 851; DE GIOIA-CARABELLESE, *The New Prospectus Regulation: Towards a (Quasi) Unified Legislation of the European Capital Markets*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2/2019, p. 407; LUCANTONI, *Prospectus Directive*, in M. Lehmann-C. Kumpan (ed. By), *European Financial Services Law, Article-by-Article Commentary*, Baden-Baden, 2019, p. 944 ss.; MOTTI, *La disclosure nel crogiuolo della finanza comportamentale: il caso dei prospetti informativi*, in *Modelli e tecniche di tutela dell'investitore. Dal consumerismo alla finanza comportamentale*, a cura di Bertani, Lorzio, Motti, Milano, Franco Angeli, 2019, p. 73 ss..

²⁵ Art. 21, paragrafi 3 e 4.

A valle dell'emissione l'emittente ha l'obbligo di comunicare, con apposita relazione, per ogni periodo di 12 mesi, fino al completamento del piano di investimenti l'allocazione dei proventi, nel termine di 270 giorni dalla data di fine periodo di riferimento. L'emittente deva anche ottenere una revisione post-emissione della relazione da parte di un revisore esterno, che deve indicare (i) la valutazione dell'allocazione o meno dei proventi e (ii) la valutazione del fatto che l'emittente abbia o meno assegnato i proventi dell'obbligazione come previsto nella scheda informativa (art. 11).

5. Il vincolo a un "progetto" è certamente un impegno etico rilevante sul piano morale, ma per il diritto importa solo se dal piano concettuale si passi a un impegno giuridicamente rilevante. Se la promessa di svolgere una attività sostenibile si configura come una obbligazione di risultato, come parte della dottrina ritiene²⁶, si pone il problema di cosa succeda al contratto ove l'emittente non onori la promessa "verde" pronunciata in sede di emissione dell'obbligazione. Purtroppo, come spesso accade in diritto, non esiste una risposta *tranchant*, buona per ogni caso e per tutte le evenienze. La risposta generale, insoddisfacente, è che dipende da ciò che prevede il regolamento del prestito obbligazionario²⁷, che tuttavia spesso esclude quest'ultimo aspetto dall'ambito delle obbligazioni contrattuali gravanti sull'emittente, relegandolo al piano dell'informazione precontrattuale e addirittura prevedendo

²⁶ CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti*, cit., p. 348; S. CAVALIERE, *La prospettiva dei "green bonds"*, cit., p. 11, p. 8; LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds"*, cit., p. 124. Naturalmente la considerazione apre la via a riflessioni sulla causa del contratto, che porterebbero lontano dal fuoco del presente contributo. Tra i contributi sull'evoluzione del concetto di causa sia concesso citare solo NAVARRETTA, *Causa e giustizia e contrattuale a confronto*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, p. 411.

²⁷ Uno studio che ha analizzato circa 1000 emissioni obbligazionarie del periodo 2012-2022, CURTIS, WEIDEMAIER, GULATI, *Green Bonds, Empty Promises*, Un. of Virginia School of Law, Public Law and Legal Theory Research Paper Series 2023-14, p. 21 suggerisce che tra la denominazione *green* e l'impegno giuridicamente vincolante il legame sia lasco: "*In any event, the fact that a bond uses promissory language does not mean that it represents a firm commitment, much less an enforceable one.*"

disclaimer volti a escluderne il rilievo giuridico²⁸.

Deve essere precisato che sia i *Green Bond Principles* che, dato il ristretto ambito al quale si applica, il Regolamento nulla dicono al proposito.

In astratto i rimedi possibili sono solo due: l'aggravamento delle condizioni contrattuali e la risoluzione. Il primo caso è quello tipico dei finanziamenti *corporate*, (e delle emissioni di *corporate bond* riservate a operatori professionali) i quali prevedono determinati *covenant*, quantitativamente indicati e la loro variazione rispetto al valore iniziale, ossia quello che esiste all'inizio del rapporto contrattuale, produce una variazione nel tasso di interesse, in quanto si ritiene che quelle variazioni riflettano un cambiamento nella rischiosità del prestatore. Per fare un esempio semplice, la variazione nella posizione finanziaria netta nel trimestre produce una riduzione o un incremento di tasso per il trimestre successivo a seconda del fatto che la posizione scenda o salga. Naturalmente le due curve sono asimmetriche, con ciò riflettendo la diversa posizione del prestatore e del debitore, e i *covenant* prevedono limiti: all'ingiù esiste una soglia il cui superamento non produce ulteriori effetti sulla riduzione del tasso di interesse, all'insù il superamento della soglia è considerato convenzionalmente come una causa di decadenza dal beneficio del termine.

In effetti, per quanto noto senza aver esaminato una massa sufficiente di emissioni, lo strumento rimediale previsto nelle emissioni *green* è una variazione di tasso, ovviamente solo in incremento trattandosi della (totale o parziale) mancata realizzazione di quanto promesso e questo sembra vero sia per le emissioni sovrane²⁹

²⁸ LAS CASAS, *Dai diritti di emissione*, cit., p 141.

²⁹ CHENG, EHLERS, PACKER, *Sovereigns and sustainable bonds: challenges and new options*, cit., p. 54: “A key problem in the case of sovereigns is that, in practice, penalties cannot be set high enough to create material financial incentives for meeting sustainability targets.¹⁵ The annual outlay necessary to achieve a national emission pathway consistent with the Paris Agreement for the energy sector alone amount to several percentage points of GDP. This dwarfs any penalty-related increases in bond service costs (IEA (2021)). Concretely, coupon step-ups in most cases have been 25 basis points or less. To the extent that a financial penalty has an important signalling effect to investors, it can still serve as sovereigns’ commitment device. Setting the penalty very low, as is arguably current

che per le emissioni corporate³⁰.

Lo schema del *green bond*, nel quale le promesse di pagamento della cedole e di restituzione del capitale sono accompagnate dall'ipotesi di realizzazione di un atto o un'attività green, richiama alla mente, più che la presupposizione, l'istituto del mutuo di scopo, al netto della evidente differenza che intercorre tra un contratto e uno strumento finanziario: *"Il mutuo di scopo convenzionale è un contratto consensuale parzialmente diverso dal mutuo ex art. 1813 c.c., data la sua diversa funzione, e il requisito per tale sua classificazione è l'esistenza di un interesse (anche) del mutuante, e non solo del mutuatario, alla destinazione delle somme"*³¹. L'assimilazione al mutuo di scopo consentirebbe di utilizzare – almeno in astratto – lo strumento della risoluzione. Non considerando in questa sede una serie di criticità sul piano teorico, basti dire che il rimedio, certamente un deterrente più forte dello *step-up*, allo stato dell'evoluzione normativa e forse della stessa riflessione, è difficilmente immaginabile perché non è ancora verificato il funzionamento del sistema, nel senso che si deve ancora decidere chi sia il soggetto che controlla l'adempimento della promessa, totale, parziale, tempestivo o differito, posto che le funzioni del revisore oggi definite dal Regolamento ancora non possono comprendere questi poteri, che sconfinano nel giurisdizionale.

market practice, may reduce the credibility of the commitment to achieving the set targets (Kölbel and Lambillon (2022)). Conversely, penalties high enough to be viewed as material by the public – coupled with the public's perception of the long-term benefits of meeting a sustainability target – could be seen as creating the appropriate incentives for the sovereign".

³⁰ A titolo di esempio, la più grande emissione (al momento nel quale scriviamo) di emittente italiano (quotato) accessibile al pubblico prevede uno *step-up* dello 0.50%, una sola volta durante la vita dell'emissione, come riporta il comunicato: <https://www.eni.com/it-IT/media/comunicati-stampa/2023/09/eni-avvia-collocamento-primi-prestito-obbligazionario-convertibile-sustainability-linked-nel-proprio-settore.html>, sulla quale v. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG*, cit., p. 81.

³¹ Così Cass. 26 gennaio 2016 n. 1369 e nello stesso senso Cass. 14 aprile 2021, n. 9838.

Il prossimo passo evolutivo deve portare a una certezza sulla destinazione dei fondi e alla possibilità di una dettagliata verifica *ex post* ³².

6. Una piccola riflessione finale è dedicata a qualche linea per la riflessione futura. Se per l'emissione è necessario redigere un prospetto la "promessa" verde deve essere esplicitata nel documento e un suo eventuale inadempimento non rileverà come elemento che implichi una responsabilità da prospetto, se non nel caso, probabilmente di scuola, nel quale si possa dimostrare che l'emittente al momento di pubblicazione del prospetto era ben conscio dell'impossibilità di mantenere l'impegno o lo manifestava sapendo di non avere alcuna intenzione di adempiere³³.

Più rilevante appare un secondo profilo. Il passaggio dalle regole della Non Financial Reporting Directive – NFRD (Direttiva 2014/95/UE) al regime dalla Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD (Direttiva 2022/2464/UE)³⁴ obbliga le società, di una platea più ampia che nel vecchio sistema, a includere l'informativa di sostenibilità all'interno della Relazione sulla Gestione e non in un documento a sé stante. Ciò permetterà una pubblicazione simultanea di informazioni finanziarie e no, con lo scopo di poterle leggere e analizzare in maniera integrata.

La necessità di fornire dichiarazioni integrate potrebbe, nel caso di inesatta indicazione delle attività *green* svolte – anche solo di quelle indicata nel regolamento dell'emissione obbligazionaria – configurare un caso di false comunicazioni sociali e

³² CAVALIERE, *La prospettiva dei "green bonds"*, cit., p. 11 osserva che sono "caratteristiche che dovrebbero rappresentare un valore aggiunto agli occhi degli investitori e non solo di quelli socialmente responsabili" e che continuano a presentare diverse criticità.

³³ Diffusamente sul punto LENZI, *La finanza d'impatto e i "green" e "social bonds"*, cit., p. 152.

³⁴ COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, I, p. 562; DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, p. 607; GENOVESE, *L'armonizzazione del "reporting" di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contratto e impresa*, 2023, p. 88; F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi*, cit., p. 912;

legittimare la proposizione di azioni civili³⁵.

Resta l'ambito sanzionatorio, in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi dichiarati, al momento ritenuto foriero di problemi e non efficiente³⁶, tema specifico e sicuramente diverso da quello delle sanzioni inflitte a seguito della "commissione di un illecito amministrativo riferito alla DNF"³⁷.

Elisabetta Bani

*Ordinario in Diritto dell'economia
nell'Università di Bergamo*

Pierluigi De Biasi

Avvocato

³⁵ GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità*, cit., p. 555 riteneva "difficile, ma non impraticabile" nel regime della DNF la proposizione di azioni civili dirette. In una prospettiva più ampia, BEVIVINO, *Dalla "responsabilità sociale di impresa" alla "sostenibilità"*, cit., p. 490, suggerisce l'ipotesi che la disciplina sulle pratiche commerciali scorrette possa rappresentare un punto di riferimento per la creazione di un sistema rimediale.

³⁶ MARASCO, *Il mercato dei "green bond"*, cit., p. 340.

³⁷ GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità*, cit., p. 554. Sui poteri sanzionatori della Consob SANTAMARIA, *La vigilanza della Consob sull'informativa non finanziaria*, in questa *Rivista*, 2022, p. 265 ss..