

BANCHE, CONTRATTI DI FINANZIAMENTO ALLE IMPRESE E SOSTENIBILITÀ

a cura di **PAOLO MONTALENTI** e **MARIO NOTARI**

460

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**

Sezione non inclusa

PIERGIUSEPPE BIANDRINO (*)

Grazie, Lodovico.

Grazie intanto a tutti voi che ci avete raggiunto per questo nuovo convegno organizzato in tandem con Fondazione Courmayeur e il Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale. Un convegno in controtempo rispetto alla nostra consueta cadenza, perché, anziché a fine settembre, più favorevole agli afflussi e alla riflessione, siamo andati un po' lunghi per una serie di ragioni oggettive e soggettive e ci ritroviamo qui con voi, che con qualche eroismo rinunciate a trascorrere una bellissima giornata in questa cornice meravigliosa di Courmayeur per ascoltare quello che i relatori avranno da dire su un tema che, peraltro, è davvero cruciale.

Come sempre, gli organizzatori Paolo e Mario hanno scelto anche quest'anno un argomento di grandissimo interesse, di grandissima attualità, ma soprattutto di grandissimo rilievo sistemico per le economie globali.

Non sono passati molti anni da quando Larry Fink, che, come tutti sapete, è fondatore, Presidente e CEO del più grande fondo di investimenti mondiale, pronunciava, o meglio, scriveva nella sua lettera agli amministratori delegati delle società partecipate un motto che è diventato la sintesi del tema di cui ci occupiamo. Lo rievoco nella traduzione italiana. Larry Fink diceva: "Ci concentriamo sulla sostenibilità non perché siamo ecologisti ma perché siamo capitalisti e siamo legati con un rapporto fiduciario con i nostri clienti". Un'altra traduzione (perché l'espressione in inglese è difficilmente traducibile) potrebbe essere: ci occupiamo degli interessi dei nostri clienti. Cioè: pensare alla sostenibilità, secondo Fink, voleva già dire occuparsi non solo degli *stakeholder* ma anche di coloro che affidano a BlackRock fondi enormi da amministrare. In realtà, con quella frase, che è soltanto di due anni e mezzo fa e che da molti è stata letta come una sorta di programma, si delineava una realtà che era già in atto. Se si vanno a vedere i portafogli dei quattro maggiori fondi di investimento mondiali, quindi BlackRock, seguito poco più in là da Vanguard, ma poi anche Fidelity e State Street, che quotano all'incirca la metà, ma che tutti e quattro assieme fanno una massa amministrata e una massa di investimenti

(*) Presidente della Fondazione Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale - CNPDS.

pari a molte economie statali di molti stati del mondo, bene, ci si rende conto che già qualche anno fa circa il 25% di questa enorme massa di danaro era dedicata a investimenti nel settore ESG.

Di più: in questi ultimi anni si è osservato un fenomeno per molti aspetti inaspettato, o almeno, inaspettato per chi non aveva colto questa linea di tendenza: sono nati dei fondi specializzati che investono esclusivamente in iniziative ESG per i loro azionisti, per i loro fiduciari; in particolare, osservando i portafogli anche qui dei quattro maggiori *player* mondiali, Green Effects, Nordea, Schroders e Wellington, ci si rende conto che le *performance* di questi fondi sono tra le migliori al mondo, nel *ranking* dei fondi di investimento, per rapporto tra rendimento e rischio gestito.

Un altro dato che porto alla vostra attenzione è il seguente: previsioni di un paio d'anni fa dicevano che la crescita tendenziale degli investimenti ESG avrebbe raggiunto nel 2025 44.000 miliardi di dollari, partendo da un dato solo di cinque anni prima di meno di 18 miliardi di dollari. Bene, questo traguardo è stato raggiunto quest'anno con due anni di anticipo.

Ancora: una *survey* di un anno fa sulle principali SGR che operano in Italia dà conto del fatto che ormai gli investimenti, i nuovi investimenti *ex art. 6* sono ormai minoritari rispetto agli investimenti *ex artt. 8 e 9* dell'FSDR, quindi del *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, che disciplina le modalità di comunicazione all'esterno del portafoglio, in sostanza, di formazione del portafoglio. Questo per quanto riguarda il capitale di rischio, perché la gran parte di queste attività è dedicata proprio all'ingresso nel capitale di rischio delle imprese.

Per quanto riguarda il capitale di debito, ormai si è diffuso il fenomeno delle carte di investimento sostenibili, in cui Banca d'Italia è stata un'avanguardia: tutte le Banche Centrali hanno adottato la propria e questo a cascata ha determinato comportamenti virtuosi in questo senso da parte degli istituti di credito che poi erogano il capitale di debito alle imprese.

Voglio citare tre esempi, o meglio, richiamare alla vostra attenzione tre esempi.

Intesa, con la Banca dei Territori (che prima era un'entità separata e adesso, proprio perché il fenomeno è avvertito come centrale nella traiettoria strategica di sviluppo del business finanziario, è diventata una divisione estremamente significativa della banca), è stata tra le prime a porre un'attenzione particolare al tema e anche quello che sta facendo Illimity è sotto gli occhi di chi si occupa di queste tematiche. Ma voglio anche richiamare alla vostra attenzione quello che ha fatto una banca per molti aspetti distante come lo Zenit dal Nadir rispetto ai due soggetti che ho testé citato: c'è una piccola banca, la Banca del Fucino, che ha tra i propri attivi una significativa presenza nel business delle energie rinnovabili. Tematiche centrali che non a caso sono state portate alla nostra attenzione dal

programma di oggi, ma rispetto alle quali il diritto come si pone? Non voglio certamente rubare la scena a nessuno, ma lasciatemi dire che c'è stato un affaccio, come capita, almeno ai miei occhi, del diritto, che su questi temi ho l'impressione sia partito un po' in ritardo e che a tratti abbia arrancato e forse arranchi tuttora. Il principio di sostenibilità si è affacciato nelle costituzioni di alcuni grandi paesi, in Italia, ma prima ancora in Germania con l'art. 20/A del Grundgesetz (anche lì, la Germania ha fatto da apripista), poi con il variegatissimo quadro della normativa di fonte comunitaria, che si dibatte sempre tra problemi di sistematicità e di *enforcement*. Un panorama, quello europeo, che, almeno per chi non è molto addentro e che lo analizza per trarre dei dati che orientino la propria pratica, un po' come faccio io per l'impresa per la quale lavoro, è un panorama che a volte lascia smarriti. In questo, per fortuna, ho trovato una guida, una sorta di mappa del tesoro in un libro di Anna Genovese, che sarà tra i relatori di questa mattina.

La professoressa Genovese ha scritto un piccolo libro che ha una dimensione inversamente proporzionale all'importanza e alla densità, che indica a coloro che gestiscono imprese come farle diventare ecosostenibili; un libro la cui lettura dovrebbe essere resa... obbligatoria per legge per tutti coloro che si occupano o che si vogliono occupare di gestire l'impresa di questi tempi. Dopo di che, Anna indica un po' qual è stato il percorso: dalla trasparenza, ai piani di azione UE, fino alle regole ed agli obblighi, dapprima informativi e poi addirittura di condotta per gli amministratori. Bene, il cammino, però, che è quello che dovrebbe portare dallo sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile, secondo me, è ancora lungo e ancora irto di ostacoli. La finanza sostenibile è un fattore abilitativo essenziale indispensabile per fare impresa sostenibile.

Un paio di anni fa, Consob ha pubblicato un interessantissimo quaderno sulla finanza sostenibile elencando quelli che, secondo il gruppo di lavoro che aveva partecipato alla redazione di questo documento, erano i principali ostacoli al raggiungimento del traguardo dell'implementazione, dell'integrazione di una finanza sostenibile, almeno nel nostro paese. Li cito rapidamente.

— Assenza di una definizione condivisa dei fattori ESG e delle attività sostenibili.

— Bassa standardizzazione dell'informazione sulla sostenibilità prodotta dalle imprese. Questo è forse il primo ostacolo, che si è un po' attenuato, si è un po' abbassato, perché ci sono stati degli uomini e delle donne di buona volontà che hanno limitato un po' il trovante della definizione condivisa dei fattori ESG. Per quanto riguarda la standardizzazione della comunicazione non finanziaria siamo al punto di partenza. Due recenti indagini, condotte una dal Centro Studi Guido Rossi di Pavia e l'altra da ASSONIME, confermano che su questo terreno c'è moltissimo ancora da lavorare.

— Criticità relative all'informazione derivata sulla sostenibilità, quindi passaggio dall'informazione all'azione concreta.

— *Trade-off* percepito tra *performance* ESG e rendimento finanziario, con buona pace di Larry Fink, il quale assicura che questo passaggio è un passaggio virtuoso.

— Bassa conoscenza degli investimenti sostenibili da parte degli investitori *retail*.

— Infine, difficoltà del *pricing* corretto dei fattori ESG.

Questi ultimi due profili sono profili molto concreti, che fanno la differenza tra il voler investire e il non voler investire.

Certamente, in tutto ciò la legislazione non aiuta. È recentissima non la lettura da parte mia, perché non l'ho letto, ma una scorsa al regolamento sui *green bond* varato dalla Commissione un mese e mezzo fa (il 10 o l'11 ottobre): 187 pagine (scritte in carattere piccolissimo, tra l'altro, per cui chi è un po' presbite come me ha difficoltà proprio a leggere il contenuto di questo atto normativo) di una legislazione ad andar bene dissuasiva, a volte respingente, che rischia di collocare le attività, quanto meno quelle di comunicazione all'esterno di ciò che si fa sulla sostenibilità, in un angolo reietto della comunicazione a fini di *compliance*, a fini di formale ottemperanza ad obblighi poco percepiti come utili. Ecco, questo va rifuggito, evidentemente, va presa consapevolezza di quella che è la rilevanza di queste materie: ben venga dunque la giornata di oggi, che ha il merito di mettere al tavolo, come diceva Lodovico, studiosi, pratici, uomini d'impresa.

Anch'io, quindi, mi unisco al ringraziamento a Paolo Montalenti e Mario Notari, infaticabili organizzatori e poi reggitori della giornata di oggi, oltre che indirizzatori del dibattito di domani.

Ringrazio tutti voi per le ragioni che ho detto all'inizio e auguro a tutti buon lavoro.

Termine estratto capitolo

Sezione non inclusa

PRIMA SESSIONE
PROFILI GENERALI
Presiede: Mario Notari

MARIO NOTARI

Da qualche anno ho l'onore di dare un piccolo contributo a queste iniziative delle due Fondazioni organizzatrici, alle quali rivolgo il mio ringraziamento, in persona dei due rispettivi Presidenti e del Direttore Generale Camilla Beria d'Argentine. Sono molto grato dell'opportunità che mi è stata data di unirmi a voi in questo convegno, che quest'anno si propone, come si diceva stamattina, in una data un po' meno usuale rispetto a settembre, ma pur sempre di grande attrattiva per la cornice imbiancata ai piedi del Monte Bianco.

Vorrei solo premettere due parole per dare conto del tema e dell'approccio che è stato pensato nell'organizzare il convegno.

Il tema della sostenibilità, dell'ambiente e della *governance* è certamente uno dei filoni principali delle riflessioni giuridiche in tema di imprese in questi anni; rispetto ad altri temi che hanno caratterizzato i decenni scorsi, è forse un po' più sfuggente, in qualche modo, non sono sempre chiarissimi i concetti che vengono maneggiati in questo ambito, non è per nulla facile una misurazione dei risultati da prefiggersi e dei risultati ottenuti. Nemmeno è facile individuare gli strumenti applicativi, tra spontaneità da parte delle imprese e obblighi giuridici vincolanti, al fine di ottenere un indirizzo gestionale delle imprese che sia volto anche alla tutela di interessi diversi dalla creazione del valore e del profitto.

Sul piano degli strumenti vincolanti, vanno anzitutto segnalati profili importantissimi, a partire dalla disciplina a livello europeo — in parte già vigente e in parte *in fieri* — ma ci sono anche strumenti in qualche modo indiretti. E questo è proprio il caso del rapporto fra il finanziamento alle imprese e i requisiti ESG delle imprese finanziate.

Il convegno vuole affrontare questo punto di vista, cioè vedere come le finalità ESG del settore bancario e finanziario, dei contratti finanziari e dei servizi di investimento influenzano il comportamento delle imprese. Si potrà vedere ciò sia a livello del mondo bancario sia delle società finanziarie, dei prodotti finanziari e delle società di investimento. In qualche modo, la presenza di regole o di comportamenti del settore finanziario nei confronti delle imprese è uno degli strumenti, sia pure indiretti, con cui si può influenzare in misura assai significativa il comportamento di tutte le imprese, al di là del settore finanziario stesso. Questo è il filo conduttore che ci ha portato a individuare il tema generale e la sua declinazione nelle

diverse relazioni, che in modo maggiore o minore potranno anche affrontare questo angolo visuale delle finalità diverse dal profitto nella gestione e nella conduzione delle imprese.

Nella mattinata abbiamo i relatori che sono seduti al tavolo, il primo dei quali è l'amico Paolo Montalenti, la cui relazione introduttiva è intitolata "Impresa e fattori ESG: lo stato dell'arte". Ringrazio di cuore tutti i relatori presenti e quelli previsti per il resto della giornata, e lascio subito la parola a Paolo per la sua relazione.

Termine estratto capitolo

PAOLO MONTALENTI (*)

IMPRESA E FATTORI ESG: LO STATO DELL'ARTE

SOMMARIO: 1. Impresa, sostenibilità e fattori ESG. Profili generali. — 2. Il diritto unionale. Le Direttive *Shareholders' Rights*. — 3. La proposta di Direttiva sulla responsabilità d'impresa del 10 marzo 2021. — 4. La Direttiva *on Corporate Sustainability Due Diligence*. — 5. Le dichiarazioni non finanziarie. — 6. Il Regolamento "Tassonomia". — 7. La Direttiva sulla rendicontazione societaria di sostenibilità. — 8. Cenni comparatistici. — 9. L'ordinamento italiano: verso il neo-istituzionalismo? — 10. La società *benefit*. — 11. Sostenibilità e norme costituzionali. — 12. Il Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana: successo sostenibile, interessi degli *stakeholder*, dialogo con gli azionisti. — 13. *Business community*, intermediari finanziari, scelte di investimento, *gender diversity* e fattori ESG: cenni. — 14. Banche, finanziamenti e sostenibilità. — 15. Un profilo critico: ESG e *greenwashing*. — 16. Il Regolamento (UE) 2023/2631 sulle obbligazioni verdi europee. — 17. I fattori di *governance*. — 18. Il problema del coordinamento tra interessi: profitto, ambiente, lavoratori. — 19. Lo « scopo della società »: un problema aperto. — 20. Quali prospettive? *Stakeholderism versus shareholderism?*

1. *Impresa, sostenibilità e fattori ESG. Profili generali.*

Il tema della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* — i c.d. fattori ESG — è al centro di un dibattito internazionale di scottante attualità non solo tra i giuristi ma in vari consessi, scientifici, istituzionali, economici, finanziari e politici.

In estrema sintesi non si può non premettere che il quadro complessivo è composito e contraddittorio. Il dibattito scientifico sul *climate change* registra posizioni non uniformi. Le strade indicate per la transizione ecologica sono anch'esse non omogenee. Gli orientamenti della *business community* e degli investitori istituzionali sono differenziati. Le politiche degli Stati sulla tutela ambientale sono significativamente diverse.

Ciononostante, restringendo l'angolo visuale dal punto di vista giuridico, si deve preliminarmente osservare che il diritto unionale in materia di diritto societario e dei mercati finanziari, le proposte di Direttiva, gli spunti legislativi provenienti da altri ordinamenti, le norme di diritto interno, i codici di autodisciplina, gli orientamenti degli investitori istituzionali e della *business community*, le *best practice* di società e imprese costitui-

(*) Professore Emerito di Diritto Commerciale Università degli Studi di Torino.

scono punti di riferimento di un quadro complessivo che devono essere esaminati, discussi, valutati con approfondita riflessione, con attenzione alla dialettica tra principi, regole e prassi applicative.

Restringendo il *focus* della riflessione alla società per azioni, si deve preliminarmente rilevare ⁽¹⁾ che in particolare la società quotata, nel quadro internazionale, ha registrato — nella prassi, nei codici di autodisciplina, nella *soft law*, nella normativa primaria e secondaria, nazionale e sovranazionale — plurimi mutamenti che impongono alla dottrina economica e giuridica ⁽²⁾ un'analisi approfondita e articolata e una riflessione

⁽¹⁾ Traggio alcuni passi da miei precedenti scritti: MONTALENTI, *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, 1107 ss.; Id., *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in AA.Vv., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di Costa-Mirone-Pennisi-Sanfilippo-Vigo, vol. II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, tomo II, Torino, 2021, 67 ss.

Sia consentito altresì il rinvio a MONTALENTI, *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, e in AA.Vv., *La nuova società quotata, tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance*, a cura di Montalenti-Notari, Atti del Convegno Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale CNPDS e Fondazione Courmayeur, 9 aprile 2021, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 2022, 13 ss.; Id., *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 1/2022, 9 ss.; Id., *La corporate governance nella società per azioni: profili generali*, in AA.Vv., *Trattato delle Società - Collana OMNIA*, Tomo II, a cura di Donativi, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2022, 1181 ss.; Id., *Introduzione. Il diritto societario europeo*, in AA.Vv., *Le Società*, a cura di Paolo Montalenti, *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, diretto da G. Ajani e G.A. Benacchio, Vol. IV, Giappichelli Editore, Torino, 2022, 1 ss.

Questo scritto riprende altresì riflessioni svolte in diverse relazioni in particolare, da ultimo, al Convegno di Venezia per i settant'anni della Rivista delle Società del 10-11 novembre 2023, nell'intervento di apertura della sessione "La rivoluzione ESG in corso di stampa e in MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in AA.Vv., *Impresa e sostenibilità*, a cura di MONTALENTI, in *Giur. it.*, 2024, 1190 ss.

⁽²⁾ In argomento si vedano sin d'ora alcune opere generali: ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2020; CATERINO-INGRAVALLO, *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Lecce, 2020; BARCELLONA, *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al « profitto »*, Milano, 2022; GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023, anche per riferimenti bibliografici. Segnalo altresì i numerosi scritti pubblicati in AA.Vv., *Governance e mercati*, Studi in onore di Paolo Montalenti, a cura di Callegari, Cerrato, Desana, Torino, 2022; DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, 78 ss.; BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, 101ss.; BASSI, *La CSR doctrine di fronte ai creditori, stakeholders di prima istanza*, 175 ss.; MUCCIARELLI, *Perseguire un diritto societario "sostenibile": un obiettivo sincero?*, 182 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile": dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, 194 ss.; LOFFREDO, *Sostenibilità ed economicità dell'impresa: prime riflessioni*, 209 ss.; CERRATO, *Appunti per una "via italiana" all'ESG: l'impresa "costituzionalmente solidale" (anche alla luce dei "nuovi" artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, 227 ss.; GENOVESE, *La "sustainable corporate governance" delle società quotate. Note introduttive*, 282 ss.; DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, 295 ss.; MAUGERI, *Sostenibilità ed engagement degli azionisti istituzionali*, 308 ss.; SIRI, *La sostenibilità nei codici di autodisciplina*, 326 ss.; STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, 340 ss.; SCHNEIDER, *L'interesse sociale nelle società digitali: dalla corporate social responsibility alla corporate digital responsibility*, 358 ss.

attenta sugli interrogativi che uno scenario indiscutibilmente mutato pone agli interpreti.

La questione di fondo, che peraltro ha già registrato nel dibattito in corso opinioni anche significativamente distanti, consiste nel dilemma tra chi è orientato in un senso fortemente pessimistico⁽³⁾, chi, per contro, vede il futuro segnato da profondi cambiamenti⁽⁴⁾ e chi nutre, come il sottoscritto un cauto ottimismo⁽⁵⁾.

Prospettiva *long term*, considerazione degli interessi degli *stakeholder*, sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* (i fattori ESG) costituiscono obiettivi di amplissimo respiro, prospettive progettuali non di breve termine, assunti assiologici che sono fortemente condizionati dall'evoluzione, peraltro differenziata, del sistema economico e dei contesti politici.

Si vedano altresì, CERA, *Gli azionisti di società quotate in Italia tra varietà di interessi e discipline*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 557 ss.; DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 607 ss.; COSTI, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca Impresa Società*, 2023, 503 ss.; DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance: dagli investitori istituzionali agli stakeholder*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 301 ss.; FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, in *Riv. soc.*, 2023, 317 ss.; TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. soc.*, 2023, 338 ss.; GARGANTINI-SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, 637 ss.; STRAMPELLI, *ESG, disclosure di sostenibilità e stewardship degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 828 ss.; FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, 777 ss.; DE PRA, *Difesa di sostenibilità ambientale e abuso di posizione di dominante*, in *Giur. comm.*, 2023, 874 ss.; NOVARA, *Gli obblighi di engagement degli investitori istituzionali e le tematiche ESG*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, 405 ss. anche per ampi ulteriori riferimenti bibliografici.

Si vedano ancora, DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali*; RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*; SACCONI, *Governo d'impresa sostenibile e nuova analisi economica del diritto*; GENOVESE-S. ROSSI, *Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione non finanziaria*; DI CATALDO, *Il diritto come scienza sperimentale: verso il superamento delle teorie dello shareholder value e del consumer welfare*; COSSU, *Stakeholders Theory, obiettivi ESG e interesse sociale*; PERRONE-SEMEGHINI, *Oltre lo shareholder value. Verso nuove regole per la composizione degli interessi nella grande impresa azionaria*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2023, 587 ss.

⁽³⁾ Tra gli altri: BEBCHUK-TALLARITA, *Shareholderism versus Stakeholderism - A Misconceived Contradiction. A Comment on "The Illusory Promise of Stakeholder Governance"*, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3617847; ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old*, disponibile su <https://www.la.w.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old>; VENTORUZZO, *Beware of the Panacea of Stakeholder-friendly Corporate Purposes*, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/04/beware-panacea-stakeholder-friendly-corporate-purposes>. E si veda in particolare l'approfondito e brillante scritto di D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 410 ss.

⁽⁴⁾ Si veda, ad esempio, SKIDELSKY, *The end of efficiency*, December 17, 2020, disponibile in <https://www.project-syndicate.org/commentary/economic-thought-efficiency-versus-sustainability-by-robert-skidelsky-2020-12>.

⁽⁵⁾ Si vedano gli scritti citati alla nota 1. Si segnalano sin d'ora ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, cit.; GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, cit.

Conseguentemente, sul più specifico terreno dell'ermeneutica giuridica, è compito dell'interprete tentare di precisare principi generali o clausole generali o, più semplicemente, fattispecie ad ampio spettro, esplorando la possibilità di individuare elementi costitutivi più puntuali, specifici, circoscritti o quanto meno la pluralità di declinazioni concrete che le stesse possono assumere. Si pensi, ad esempio, alla specificazione della c.d. prospettiva *long term*, al significato da attribuire all'espressione « tenere in considerazione gli interessi degli *stakeholder* » oppure al sintagma « obiettivi di *governance* ».

In terzo luogo si deve prendere in considerazione l'evoluzione normativa in questa materia che, come avrò modo di mettere in luce, è effettivamente articolata e diffusa sul piano internazionale: tra *lex* e *rei veritas* non sempre vi è coincidenza ma il confinamento delle norme *in abstractum* non è un approccio metodologico accettabile.

Inoltre il riferimento alla realtà del funzionamento delle società e dei mercati è un elemento essenziale di analisi: si pensi, per evocare due fenomeni contraddittori, al ruolo, da un lato, delle nuove *policies* degli investitori istituzionali, ad esempio in tema di sostenibilità ambientale ma altresì, dall'altro lato, alla presenza, tutt'altro che marginale, dello *high frequency trading*, realtà meramente speculativa.

Infine si deve sottolineare l'evoluzione, in particolare in Europa, nell'ultimo quarto di secolo, del ruolo dell'*informazione* e della *trasparenza* ⁽⁶⁾ nel diritto societario e dei mercati finanziari, che ha assunto un valore cardinale per l'esercizio della funzione di *monitoring* dei soci nei confronti degli amministratori, nella dialettica endoconsiliare, nell'orientamento degli investimenti. Sotto questo profilo anche il mero dovere di *disclosure* — si pensi, ad esempio, alle dichiarazioni non finanziarie (c.d. DNF) — rappresenta un segno di cambiamento.

2. Il diritto unionale. Le Direttive Shareholders'Rights.

Successivamente all'approvazione della direttiva Azionisti (direttiva 2007/36/CE), c.d. *Shareholders'Rights Directive* — *SHRD*, attuata nel nostro ordinamento con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, poi modificato dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 — su cui non mi soffermo per brevità —, l'Unione Europea ha formulato il 10 aprile 2014 ⁽⁷⁾, con emendamenti proposti il 12 maggio 2015, la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva n. 2007/36/CE* relati-

⁽⁶⁾ Sia consentito il rinvio al mio *L'informazione nel diritto commerciale: principi e problemi*, in *Impresa e Mercato*, n. 1, 2017, pp. 1-10. Torino, 2017, 41 ss.

RAFFAELE LENER (*)

IL CAPITALE SOCIALE: BANCHE, FINANZA E SOSTENIBILITÀ

SOMMARIO: 1. Premessa. Il termine “capitale” è poliseno. — 2. Il capitale (sociale?) della banca deve assorbire le perdite. — 3. Capitale regolamentare e MREL. — 4. Transizione verde e sana e prudente gestione “sostenibile”. — 5. Fattori ESG e governo dell’attività bancaria. — 6. Valutazioni conclusive.

1. Premessa. Il termine “capitale” è poliseno.

Occorre muovere da una constatazione banale: il lemma “capitale” è poliseno. Infatti, come è stato notato, possono attribuirsi diversi significati al termine ⁽¹⁾.

Con riguardo all’impresa bancaria, accanto al capitale *sociale* di cui la banca deve essere dotata in quanto società per azioni ⁽²⁾, esistono altri requisiti patrimoniali, spesso nominati “capitale”, ma che assolvono a una

(*) Ordinario di Diritto dei Mercati Finanziari nell’Università di Roma Tor Vergata.

⁽¹⁾ Sulla polivalenza del termine capitale, e sulla conseguente difficoltà di definirne il concetto, la dottrina si è espressa. Cfr., per tutti, P. SPADA, *Un numero che detta le regole*, in *Riv. not.*, 2014, p. 457 ss.: « a) Capitale come rapporto sociale; b) Capitale come liquidità funzionale ad operazioni di investimento (capitale di rischio) e di finanziamento (capitale di credito); c) Capitale come risultato positivo della somma algebrica tra attività e passività patrimoniali; d) Capitale come grandezza pecuniaria prescelta dall’atto costitutivo di una società e, quindi, come clausola dell’atto costitutivo (modificabile, conseguentemente, con le procedure previste per le modificazioni dell’atto costitutivo): in questa valenza semantica, il vocabolo “capitale” compare nel sintagma “capitale nominale”; e) Capitale come sommatoria delle attività patrimoniali di rischio “versate ed esistenti” secondo la contabilità ordinaria ».

Sulla funzione del capitale e sulle varie declinazioni dello stesso v. G. FERRI jr., *Struttura finanziaria dell’impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, I, 2008, p. 741 ss. V. anche C. ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. RESCIGNO, Vol. 16, *Impresa e lavoro*, t. II, Torino, 1985, pp. 229 e ss.; F. DENOZZA, *A che serve il capitale?* (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*), in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 585 ss.; M.S. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. del dir.*, IV Agg., Milano, 2000, pp. 195 ss. In tema di s.r.l., v. L. SALAMONE, *Funzione del capitale e funzionamento del netto nella società a responsabilità limitata*, oggi, in *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni, con riflessioni sul diritto cartolare e delle assicurazioni*, a cura di L. DE ANGELIS, G. MARTINA, A. URBANI, Milano, 2015, p. 125 e ss.

⁽²⁾ Perché il capitale sociale in senso stretto, inteso come somma dei conferimenti, resta, comunque, l’unico parametro per la misurazione dei diritti sociali, cfr. C. ANGELICI, *La*

funzione prudentiale⁽³⁾ (sana e prudente gestione), e non alle funzioni classiche del capitale sociale in senso civilistico/commercialistico (*i.e.* produttivistica, di garanzia, organizzativa, di strumento per la misurazione del sovraindebitamento⁽⁴⁾ etc.).

È quindi proprio in ambito bancario che il concetto di capitale *regolamentare* si è progressivamente distinto e allontanato da quello di capitale *sociale*, definendo nuove categorie che sono emerse a partire da questa finalità di vigilanza prudentiale.

2. *Il capitale (sociale?) della banca deve assorbire le perdite.*

In ambito bancario, quindi, più che di capitale, dovremmo oggi discorrere di “requisiti di capitalizzazione”. Il capitale della banca è, infatti, più che altro un metro (e il limite) della *finanza* da questa erogabile: più la banca assume rischi, più dovrà tenere bloccato capitale e avrà quindi meno capacità di erogare prestiti.

Questo è, in fin dei conti, il senso degli standard internazionali definiti a partire dal 1988 (Accordi di Basilea), e poi recepiti dagli ordinamenti che in quel contesto internazionale collaborano. Quegli accordi, via via evolutisi nel tempo e giunti oggi a un grande livello di sofisticazione (Basilea III) contengono una definizione dinamica di capitale regolamentare. A Basilea si è stabilito che il capitale regolamentare (o patrimonio di vigilanza) del c.d. primo pilastro deve essere pari ad almeno l'otto per cento delle attività di credito della banca ponderate per il rischio di credito.

L'idea è che la banca debba appostare una quantità di capitale sufficiente per far fronte a rischi specifici: ovviamente il *rischio di credito* (o di *default* della controparte) ma anche *di mercato*, *operativo* etc.

Col tempo, l'Accordo del 1988 si è rivelato inadatto a fronteggiare le sfide poste da nuovi e sempre più complessi prodotti e tecniche bancarie. Per queste ragioni gli accordi sono stati rinnovati con Basilea II e Basilea III, quest'ultimo peraltro introdotto nell'ordinamento europeo in due fasi. La prima, che ha puntato sull'aumento della quantità di capitale, si è conclusa con la riforma del Regolamento sui Requisiti di capitale (CRR II, entrato in vigore nel 2019). La seconda, che è in fase di conclusione, punterà su una migliore qualità del capitale e sulla riduzione dell'incidenza

società per azioni. Principi e problemi, in P. SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di dir. civ. e comm.*, Milano, 2012, 494, in particolare nt. 106.

⁽³⁾ C. FRIGENI, *Natura e funzione del « capitale » delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 1, p. 53 e E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria*, 2017, p. 108 e ss.

⁽⁴⁾ Cfr. ancora P. SPADA, *op. cit.*, p. 451 e G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE (a cura di), in *Trattato della società per azioni*, I, 2, Utet, Torino, 2004.

dei modelli interni delle banche che, se usati in modo “aggressivo”, possono condurre a una insufficiente capitalizzazione (il CRR III è in fase di adozione, dovrebbe essere pubblicato nel 2024 ed entrare in vigore nel 2025).

Quando si sente parlare di capitale — o meglio di requisiti di capitale — in ambito bancario, ci si riferisce per lo più a un’*idea di capitale* quale *mezzo di misurazione* della patrimonializzazione della banca — in particolare, oggi, secondo il meccanismo del capitale ponderato per i rischi, il c.d. RWA (*risk weighted assets*) ⁽⁵⁾.

Questo capitale *regolamentare* non ha nulla a che vedere con il capitale che chiamiamo “sociale” ⁽⁶⁾, se non nella misura in cui entrambi, sebbene con modalità diverse, assolvono alla richiamata funzione di “allarme del sovraindebitamento” ⁽⁷⁾ se in tale funzione, come credo si debba, può essere fatta rientrare la funzione di assorbimento delle perdite che il capitale regolamentare deve assicurare (*loss absorbing capacity*).

In materia di capitale, il tendenziale allontanamento dalle categorie che vengono in rilievo in materia bancaria rispetto a quelle generali dell’impresa azionaria si misura sotto due opposti, anche se alla fine convergenti profili.

Da un lato, infatti, i poteri e le attribuzioni dei soci di una s.p.a. bancaria tradizionalmente soffrono della limitazione che comportano i poteri di ingerenza nelle decisioni rimesse all’assemblea di cui notoriamente dispone l’autorità di vigilanza ⁽⁸⁾ (e, ora, la stessa in funzione di autorità di risoluzione).

Dall’altro, il concetto di capitale nell’impresa bancaria non si lega più, e comunque non *solo*, a quello di capitale nominale, il quale ultimo, al più, costituisce un elemento del capitale regolamentare (o patrimonio di vigilanza) ⁽⁹⁾. Quest’ultimo concetto, nato nel gergo europeo ⁽¹⁰⁾, è ormai trasposto anche a livello di legislazione primaria nel diritto interno. L’art.

⁽⁵⁾ In argomento cfr. P. PORRETTA, *Integrated Risk management. Regole, rischi, capitale, liquidità e nuove opportunità strategiche*, Milano, 2021, *passim*.

⁽⁶⁾ Il quale nelle istruzioni di vigilanza, per le banche, è definito come capitale iniziale nella parte dedicata all’autorizzazione come « la somma dei titoli rappresentativi di partecipazioni al capitale sociale per l’ammontare versato e delle riserve computabili nel capitale primario di classe 1 ».

⁽⁷⁾ P. SPADA, *Un numero che detta le regole*, cit., p. 443, cfr., richiamato da quest’ultimo Autore, F. TASSINARI, *Gli apporti dei soci e la disciplina del capitale sociale tra attualità e prospettive*, in *Riv. not.*, 2015, p. 205 ss.

⁽⁸⁾ Si pensi ai poteri sostituitivi di cui all’art. 53 t.u.b., e ora anche 53-bis t.u.b., alla sospensione delle funzioni dell’assemblea in caso di ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria di cui agli artt. 70 e ss t.u.b. e a quelle, per vero non così radicali se confrontate con l’ordinaria procedura di fallimento, che conseguono alla l.c.a. Sul punto v. M. MARCUCCI, *Crisi bancarie*, cit., p. 148 e ss.

⁽⁹⁾ Nel linguaggio tecnico finanziario, o comunque nel linguaggio degli Accordi di Basilea, il capitale regolamentare è la componente del patrimonio di vigilanza (*total capital*) rappresentata dal patrimonio netto (*core equity* o *core tier 1*) posta a rischio e misurata secondo la normativa di vigilanza.

52 del d.lgs. n. 180/2015, rubricato « trattamento degli azionisti e dei creditori », nel definire la “allocazione” del *bail-in* ⁽¹¹⁾, prevede che le riserve e il capitale (sociale), nonché le azioni, ancorché non computate nel « capitale regolamentare », siano le prime poste a sopportare (ad “assorbire”) le perdite e, quindi, per prime subiscano la riduzione ⁽¹²⁾. In altri termini, sono le azioni (anche quelle privilegiate e di risparmio che potrebbero essere escluse dal patrimonio di base/*Core Tier 1*) a dovere “assorbire le perdite” derivanti dall’attività della banca ⁽¹³⁾.

Quest’ultima conclusione lascia intravedere la ragione per cui le regole dettate da Basilea non prevedono solo che la banca abbia un capitale minimo, ma che sia adeguatamente patrimonializzata e disponga di una quantità sufficiente di fondi propri, ma anche di fondi di terzi, che siano in grado di garantirne la solvibilità (si pensi al debito convertibile in capitale, come l’*Additional Tier 1* e il *Tier 2*).

⁽¹⁰⁾ L’espressione « capitale regolamentare » era già stata utilizzata dalla Banca d’Italia almeno in due occasioni. La prima, nel provvedimento 14 ottobre 2005, n. 19744, con il quale, nell’individuare nuove categorie di titoli « standard », includeva i « valori mobiliari rappresentativi di strumenti innovativi di capitale, strumenti ibridi di patrimonializzazione e passività subordinate emessi da intermediari bancari dell’Unione europea o della Zona A nell’ambito delle normative di vigilanza di settore (coerenti con gli standard internazionali) in materia di *capitale regolamentare* ». La seconda, nella comunicazione — 21 aprile 2006, n. 21973, in tema di operatività in derivati su crediti, ove si sottolineava che tali operazioni in derivati: « si caratterizzano per un’accentuata rischiosità anche di tipo legale e presentano potenziali pregiudizi per le ragioni degli altri creditori della *reference entity*. Esse possono altresì determinare una sopravvalutazione del *capitale regolamentare* effettivamente a disposizione delle banche per la copertura dei rischi ».

⁽¹¹⁾ In caso di *bail-in*, l’ammontare della riduzione o conversione, determinato da un esperto indipendente (o, in via d’urgenza, da Banca d’Italia o dal commissario straordinario), è assorbito da azionisti e creditori secondo la gerarchia prevista dall’art. 52 del d.lgs. n. 180/2015, nonché dagli artt. 1, comma 33, e 3, comma 9, del d.lgs. n. 181/2015. Sul punto L’art. 52, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 stabilisce che, in caso di *bail-in*, innanzitutto si dovrà procedere alla riduzione, fino alla concorrenza delle perdite, secondo l’ordine indicato: *i)* degli strumenti rappresentativi del capitale primario di classe 1; *ii)* degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1; *iii)* degli strumenti di capitale di classe 2; *iv)* dei debiti subordinati diversi dagli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 e degli strumenti di classe 2; *v)* delle restanti passività. Una volta assorbite le perdite, o in assenza di perdite, si procederà alla conversione in azioni computabili nel capitale primario, secondo l’ordine indicato: *i)* degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1; *ii)* degli strumenti di capitale di classe 2; *iii)* dei debiti subordinati diversi dagli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 e degli strumenti di classe 2; *iv)* delle restanti passività. Ai sensi dell’art. 1, comma 33, del d.lgs. n. 181/2015 (che modifica l’art. 91 del t.u.b.), per le “restanti passività” il *bail-in* riguarderà prima le obbligazioni senior e poi i depositi (per la parte eccedente l’importo di € 100.000) di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese. Per effetto della previsione di cui all’art. 3, comma 9, del medesimo decreto, successivamente al 1° gennaio 2019 le obbligazioni senior saranno soggette al *bail-in* prima di tutti gli altri depositi (che saranno coinvolti sempre per la parte eccedente l’importo di € 100.000).

⁽¹²⁾ Cfr. art. 52, comma 1, « sono ridotti, fino alla concorrenza delle perdite quantificate dalla valutazione prevista dal Capo I, Sezione II: *i)* le riserve e il capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel *capitale regolamentare*, nonché dagli altri strumenti finanziari computati nel patrimonio della banca, in conseguenza estinzione dei relativi

Termine estratto capitolo

MATTEO RESCIGNO (*)

SOCIETÀ QUOTATE, SUCCESSO SOSTENIBILE E DICHIARAZIONI NON FINANZIARIE

1. Gli amici che mi hanno invitato a svolgere qualche breve considerazione in tema di società quotate, successo sostenibile e dichiarazioni non finanziarie hanno opportunamente individuato un momento di particolare interesse del tema anche alla luce dell'entrata in vigore di regole primarie e regolamentari che segnano un passaggio assai significativo per le tematiche sottoposte alla mia attenzione.

Infatti, come si dirà più avanti, chiunque abbia seguito l'evoluzione dell'ultimo decennio in questa materia ha colto in modo evidente un progressivo innalzamento nel tasso di intervento normativo sotto più profili. Basterebbe al riguardo comparare la "snellezza" della direttiva del 2014/95 UE (NFRD) con l'apparato normativo che caratterizza oggi la entrata in vigore della "rendicontazione sociale di sostenibilità" che sostituisce — anche lessicalmente — l'informativa non finanziaria ovvero, come gli organizzatori del convegno hanno preferito usare, la locuzione "dichiarazione non finanziaria".

Per dirne solo una, fra i vari documenti che compongono il quadro della rendicontazione di sostenibilità compare un regolamento delegato con due Allegati che compongono un volume di cinquecento pagine volto — appunto — a costruire l'assetto regolamentare di base, con analitiche fattispecie, che compongono i principi di rendicontazione.

2. Prima però di entrare più nel dettaglio di quanto dirò, vorrei sottolineare la particolarità della scelta del "terzetto" nel titolo dell'intervento, felicemente scelta dagli organizzatori — come dicevo — al fine di coglierne, brevemente, affinità e differenze e qualche spunto di riflessione.

L'accento sulle società quotate quale destinatarie delle regole di rendicontazione di sostenibilità è, naturalmente, un dato chiaro: va però sottolineato che l'evoluzione della materia non si rivolge solo alle società quotate, ma trova applicazione anche alle grandi imprese o piccole e medie imprese non quotate in borsa ovvero ancora alle società madri di grandi gruppi.

(*) Professore Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università degli Studi di Milano.

Applicazione che si risolve, in termini generalissimi nel dovere di includere in una apposita sezione della loro relazione della gestione le informazioni necessarie per comprendere l'impatto della società sulle questioni di sostenibilità e le informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità incidono sullo sviluppo, sui risultati e sulla situazione dell'impresa. Né, in prospettiva può dirsi improbabile una ulteriore estensione dell'area della applicazione della rendicontazione. Come dirò meglio questa indicazione avvicina molto la rendicontazione di sostenibilità — almeno nella sua struttura — alla disciplina di natura contabile poiché come appena detto è il legislatore comunitario — primario e secondario — che indica che le regole in tema di rendicontazione di sostenibilità possono incidere e rilevare sugli esiti della contabilità di impresa.

3. La seconda locuzione — successo sostenibile — invece, nasce in seno al codice di *corporate governance* di Borsa Italia.

Non sempre negli ordinamenti l'informazione non finanziaria non è affidata a previsioni normative, ma forma oggetto di scelte volontarie o di adesione a codici di autodisciplina. In Italia la previsione normativa dell'informazione non finanziaria, nella sua antica locuzione (in procinto di esser superata), non ha impedito che la più importante forma di autoregolamentazione delle società quotate — il *Codice di corporate governance* appunto — abbia, accanto ai temi tradizionali della *governance* delle imprese quotate, fatto riferimento ai temi qui in esame, e in particolare alla “sostenibilità” dell'esercizio dell'attività di impresa.

Il Codice si rivela in materia una fonte di estremo interesse: esso infatti conferma — e per certi versi innova — l'evoluzione delle regole sull'informazione non finanziaria in tema di sostenibilità attribuendo a quest'ultima valenza di elemento che contribuisce a raggiungere gli obiettivi di una buona *governance* della società, alla luce delle raccomandazioni del Codice che identificano i comportamenti che il codice reputa adeguati a realizzare i predetti obiettivi.

La sostenibilità appare nel Codice sin dalla più generale delle definizioni: quella dell'obiettivo che dovrebbe guidare l'azione dell'organo amministrativo. Infatti l'obiettivo viene indicato nel “successo sostenibile” che — si cita letteralmente — si sostanzia nella “creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società”.

Il primo principio del Codice ribadisce che il “successo sostenibile” è l'obiettivo che gli amministratori devono perseguire, e che richiede da parte di questi ultimi di definire le strategie della società e del gruppo, monitorandone l'attuazione e promuovendo il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholders* della società. E, nelle corrispondenti raccomandazioni, al punto 1 c) si pone l'accento sul dovere degli amministratori di “definire la

natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici per la società, includendo nelle proprie valutazioni tutti gli elementi che possono assumere rilievo nell'ottica del successo sostenibile della società". E, pur se non espressamente riferito al "successo sostenibile", merita di esser sottolineato al punto 3 la necessità di dialogo con gli azionisti e le politiche di *engagement* degli investitori istituzionali e gestori di attivi. Tema di valenza certo generale ma che, come si è visto (e si tornerà a dire), assume nelle regole sulla rendicontazione della sostenibilità di fonte comunitaria un peso sempre più rilevante nel senso che può influenzare le scelte degli investitori e così favorire o deprimere la capacità della società di attirare investimenti.

L'attenzione al perseguimento del "successo sostenibile" viene ulteriormente approfondita con riguardo ad altri due principi del codice di sicura rilevanza: la remunerazione degli amministratori e la gestione dei rischi.

Quanto al primo principio l'art. 5 fissa con chiarezza un rapporto di strumentalità fra remunerazione degli amministratori e perseguimento del successo sostenibile. La raccomandazione 27 lett. c) è ancora più specifica. La parte variabile dei compensi deve esser ancorata ad obiettivi di performance che siano in larga parte legati a "un orizzonte di lungo periodo ⁽¹⁾", finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari".

Quanto al secondo principio, l'art. 6 richiede un adeguato sistema di controllo interno e gestione dei rischi quale elemento centrale per contribuire al "successo sostenibile" della società. Di qui, alla raccomandazione 32, lett. d), l'affidamento al comitato controllo e rischi del supporto all'organo amministrativo in merito all'approvazione delle relazioni periodiche anche a carattere non finanziario, a riprova che i temi in essa affrontati entrano a far parte delle funzioni di *risk management* e di presidio del rischio legale e di non conformità.

Per altro verso l'espressione "successo sostenibile", in luogo di sostenibilità o di sviluppo sostenibile, ampiamente usata in sede comunitaria potrebbe anche sembrar tradire, da parte dei redattori del codice, la volontà di identificare nel "successo" il sostantivo che comunque deve indirizzare l'operato degli amministratori: "successo" che evoca, molto più che "sviluppo", il fine di profitto e di perseguimento del maggior valore delle azioni. La sostenibilità, in questa ottica, oscilla fra il ruolo di "limite esterno" al "successo" — non perseguibile se non in modo "sostenibile" — e quello di recepimento del ruolo della "sostenibilità" quale emergente dall'evoluzione delle regole comunitarie in tema di informazione o dichia-

(1) E coerentemente la raccomandazione 28 prevede per le *stock option* che la maturazione dei diritti e il mantenimento delle azioni sia pari ad almeno cinque anni.

razione non finanziaria (e oggi destinate a diventare rendicontazione sociale di sostenibilità), in sede normativa e del conseguente dovere, per i gestori delle grandi imprese quotate, non solo di tener conto degli interessi degli *stakeholders* rilevanti per la società, ma anche di considerare con attenzione il rilievo, per il corretto e diligente perseguimento dei fini della società, delle implicazioni in merito alla gestione dei rischi e della capacità di attrarre investimenti finanziari. In questo quadro il ruolo del Codice di Corporate Governance merita una attenzione particolare per quel che riguarda il richiamo all'ottica di profitto a medio-lungo termine che dovrebbe caratterizzare il "successo" (e così il profitto) sostenibile per le imprese che intendano aderirvi e degli amministratori chiamati a gestirle. La scelta del Codice richiama sollecitazioni già espresse in sede comunitaria: il disvalore — sul piano della sostenibilità — di un esercizio dell'attività di impresa volto alla massimizzazione del profitto e del valore delle azioni a breve termine emerge in vari luoghi, quale elemento della "sostenibilità" dello sviluppo. Tuttavia tale scelta non si traduce, anche nelle più spinte sue formulazioni, in scelte concrete nelle regole dei mercati finanziari volte a rendere meno convenienti scelte degli investitori istituzionali volte a prediligere investimenti caratterizzati da fini essenzialmente speculativi di breve periodo: anzi, come si è visto, sembra che si intenda affidare proprio alle scelte gestorie degli amministratori delle grandi società quotate il ruolo di perseguire modelli, potrebbe dirsi, di "profitto sostenibile".

Per altro va detto che l'esperienza del codice di corporate governance mostra, significativamente (salvo *windows dressing*) rilevante adesione al principio del "successo sostenibile". L'adesione alla raccomandazione del perseguimento del successo sostenibile è raddoppiata ed è addirittura plebiscitaria nel 2022. Le società inoltre tendono a dare specifiche informazioni circa le politiche adottate ovvero a piani ambientali e sociali.

Non numerosa, ma significativa è la pattuglia delle società che hanno inserito la locuzione dell'obiettivo nello statuto sociale. Va inoltre sottolineato che nell'ambito degli assetti organizzativi a riprova di una sensibilità sul tema l'istituzione di comitati di sostenibilità è frequente. Significativa infine è la notazione che si tende a integrare nel piano industriale anche i piani di sostenibilità, così rafforzandosi anche l'ulteriore dato — raccomandato da Borsa italiana — in relazione agli emolumenti legati ad obiettivi ESG.

Insomma, la *soft law* tipica del nostro ordinamento nei termini appena indicati, conserva certamente una capacità di indirizzare gli organi gestori ad una visione che, come si dirà, può dirsi coerente con gli sviluppi normativi che si sono via via verificatisi nel breve volgere di un decennio e che hanno condotto alla corposa rendicontazione sociale di responsabilità.

Sarà interessante in materia comprendere se

Termine estratto capitolo

ANNA GENOVESE (*)

PRODOTTI FINANZIARI TRA SOSTENIBILITÀ E *GREENWASHING*

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. La trasparenza *ESG* degli investimenti in base alla *SFDR*. — 3. Offerte di prodotti finanziari, trasparenza *ESG* e rischi “di” e “da” *greenwashing*. — 4. Le criticità della trasparenza *ESG* delle operazioni di investimento. — 5. Il *naming* dei fondi, fra trasparenza *ESG* dei prodotti e *marketing*. — 6. Le previsioni del Regolamento *Disclosure* sugli investimenti sostenibili: classificazione e trasparenza dei fondi d’investimento. — 7. La vigilanza nei confronti del rischio di *greenwashing* dei prodotti *retail*. Le Linee Guida poste in consultazione nel 2022 e lo *Statement ESMA* del 14 dicembre 2023. — 8. Qualche considerazione sull’iniziativa *ESMA*. — 9. Note conclusive.

1. *Introduzione*.

Ringrazio gli organizzatori per l’invito e in modo particolare i Colleghi e Amici Paolo Montalenti e Mario Notari. Porgo un doveroso e sincero ringraziamento anche alla Fondazione Courmayeur e al Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale.

In un Convegno sul rilievo dei fattori di sostenibilità nei diversi canali di finanziamento delle imprese (banche e mercato dei capitali), mi è stata assegnata una relazione dal titolo: “Prodotti finanziari tra sostenibilità e *greenwashing*”. Il titolo dell’intervento evoca questioni numerose e che si collocano in un campo tematico vastissimo. Vi sono ricomprese, da una parte, questioni riferite al ruolo del mercato dei capitali come canale di finanziamento delle imprese e, dall’altra parte, questioni riferite alle dinamiche indotte dalla finanza sostenibile, dalla sua trasparenza e dalle strumentalizzazioni comunicative a cui si presta, ossia dal *greenwashing*. La trattazione dovrebbe altresì avere riguardo tanto alla comunicazione *ESG* doverosa quanto a quella volontaria e ai molteplici operatori del mercato dei capitali in cui sono trattati i prodotti (emittenti, intermediari e infrastrutture); dovrebbe distinguere fra diversi prodotti finanziari, diverse accezioni di sostenibilità (ambientale, sociale e di *governance*) e diverse

(*) Professoressa ordinaria di Diritto Commerciale dell’Università degli studi di Verona.

strategie di *greenwashing* ⁽¹⁾. Peraltro, malgrado il perimetro semantico sia circoscritto, con il termine di *greenwashing*, nel campo della finanza sostenibile, si suole fare riferimento a informazioni decettive non solo su questioni ambientali ma anche sociali o di *governance* e, in questo senso, a tutta la comunicazione di sostenibilità strumentale e opportunistica.

Come è di tutta evidenza, non potrò condensare in un breve intervento la trattazione di così vari e ampi contenuti. Ho scelto quindi di portare ai lavori un contributo selettivo e di taglio verticale. Ciò anche perché alcune questioni orizzontali fra quelle evocate saranno affrontate, certamente meglio di quanto possa farlo io, da altri relatori, nel corso della giornata. Sentiremo a breve Michele Siri sulla trasparenza e sui rischi di *greenwashing* del *Rating ESG* e Filippo Annunziata sulla trasparenza e sui rischi di *greenwashing* dei *benchmark ESG*.

Darò quindi alla mia relazione, con il permesso degli organizzatori, anche un sottotitolo che è “La trasparenza *ESG* per il retail”. Nel prosieguo tratterò solo di alcuni investimenti sostenibili: quelli operati per il tramite di prodotti del risparmio gestito. Considererò i punti di forza e di debolezza del Regolamento (UE) 2088/2019, ossia della *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (di seguito: *SFDR*), rispetto all’esigenza di contrastare, nelle offerte del risparmio gestito, effetti o strategie di *greenwashing*. Porrò, infine, specifica attenzione ad alcuni aspetti della comunicazione sui fattori *ESG* che non sono regolati dalla *SFDR*, come il *naming* di un fondo.

Credo peraltro che l’analisi della *SFDR* e, in generale, quella dei rapporti fra trasparenza finanziaria e contrasto del *greenwashing*, debba sempre essere granulare. Ossia riferita a specifiche comunicazioni societarie, finanziarie o consulenziali o di mercato; e a specifici contesti, prodotti e relazioni, contrattuali oppure di mercato; e alle relative specifiche discipline.

⁽¹⁾ La prospettiva che accosta nella trattazione i vari temi posti dai molteplici prodotti finanziari sostenibili trattati sul mercato dei capitali è presente sia in dottrina (cfr. M. Cossu, *Tassonomia finanziaria e normativa dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca, impresa, società*, 2022, p. 453 ss.) sia negli approcci di vigilanza. Nella primavera del 2023, sono stati pubblicati alcuni preliminari Report delle ESAs che vigilano il settore finanziario dell’UE sui vari rischi di *greenwashing* finanziario. La nozione di *greenwashing* finanziario che è alla base delle analisi è molto ampia. *Greenwashing* corrisponde ad affermare o fare cose che non riflettono in modo chiaro e corretto il profilo di sostenibilità di un ente (che crea, emette o distribuisce prodotti finanziari o di un servizio finanziario (come la consulenza) o di un prodotto finanziario emesso ed offerto. La pratica può essere fuorviante per i consumatori, gli investitori e gli altri partecipanti al mercato. La condotta può provenire dall’emittente o da responsabile del prodotto, ma anche da un ente che dà consulenza o informazioni sul prodotto o da una terza parte (come un’agenzia che certifica il *rating* di sostenibilità dei prodotti o dei servizi di altri operatori finanziari).

2. La trasparenza ESG degli investimenti in base alla SFDR.

La *SFDR* ha introdotto norme euro-unitarie riferite alla trasparenza dei rischi e delle caratteristiche ESG dei servizi finanziari ⁽²⁾. Ha inoltre regolato le comunicazioni al mercato recanti informazioni connesse alla sostenibilità degli investimenti e dei prodotti finanziari ⁽³⁾.

Per investimenti e prodotti finanziari, la *SFDR*, unitamente con le disposizioni del Regolamento Tassonomia (UE) 2020/852, e dei suoi atti delegati ⁽⁴⁾, stabilisce norme di trasparenza ESG che seguono un criterio differenziatore tripartito: norme per le informazioni relative a prodotti finanziari che promuovono “caratteristiche” ambientali o sociali (art. 8); norme per le informazioni relative a prodotti finanziari che perseguono “obiettivi” di investimento sostenibile (art. 9); norme per le informazioni relative a prodotti finanziari che non promuovono caratteristiche ambientali o sociali e non perseguono obiettivi di investimento sostenibile (art. 6). La *SFDR* disciplina a parte la trasparenza dei rischi *ESG* dei servizi finanziari, in modo trasversale alle diverse categorie di investimenti e di prodotti ⁽⁵⁾.

Le previsioni della *SFDR*, in generale, impongono all’operatore finanziario di detenere e di fornire (a seconda dei casi e della fase del rapporto con il cliente, mediante sito web, documentazione precontrattuale e relazioni periodiche) informazioni sui fattori ESG degli investimenti e dei prodotti trattati ⁽⁶⁾. La *SFDR*, in questo senso, punta a fare produrre e a fare circolare fra i partecipanti al mercato finanziario maggiori informa-

⁽²⁾ Il Regolamento (UE) 2019/2088 (*SFRD*) detta norme per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l’integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi. Il Regolamento (UE) 2019/2088 è integrato dal Regolamento Delegato (UE) 2022/1288 della Commissione, del 6 aprile 2022, pubblicato nella GUUE del 25 luglio 2022 e rettificato nella GUUE del 27 dicembre 2022 e dal Regolamento Delegato (UE) 2023/363 pubblicato nella GUUE del 17 febbraio 2023.

⁽³⁾ L’art. 2 della *SFDR*, per « prodotto finanziario » intende una forma di investimento finanziario in: a) un portafoglio gestito conformemente alla gestione come definita all’articolo 4, paragrafo 1, punto 8, della direttiva 2014/65/UE; b) un fondo di investimento alternativo (FIA); c) un IBIP; d) un prodotto pensionistico; e) uno schema pensionistico; f) un OICVM; oppure g) un PEPP.

⁽⁴⁾ Il Regolamento (UE) 2020/852 sulla tassonomia ambientale integra la *SFDR*. Stabilisce che l’informativa precontrattuale sul prodotto finanziario debba indicare anche in quale misura gli investimenti sottostanti al prodotto finanziario rispettino il principio di « non arrecare un danno significativo » e siano ecosostenibili nei termini specificati dallo stesso regolamento e dai suoi atti delegati.

⁽⁵⁾ Per i prodotti finanziari che non perseguono obiettivi ambientali e non presentano caratteristiche ambientali o sociali, la comunicazione deve precisare (.....) che « Gli investimenti sottostanti il [...] prodotto finanziario non tengono conto dei criteri dell’UE per le attività economiche ecosostenibili ».

⁽⁶⁾ Per una regolamentazione di trasparenza più dettagliata, utile anche al perseguimento dell’obiettivo della comparabilità dei documenti informativi sui prodotti, la *SFDR* conferisce alla Commissione Europea in potere di adottare atti delegati, con il supporto delle autorità di vigilanza europee su banche (EBA), assicurazioni (EIOPA) e mercati finanziari

zioni ESG, e informazioni sufficientemente standardizzate per i diversi prodotti e investimenti. Ciò non solo per aumentare la concorrenza e l'efficienza del mercato dei capitali ma, io credo, anche per aumentare l'affidabilità e l'attrattività degli investimenti sostenibili ossia degli investimenti che finanziano impieghi sostenibili.

La regolazione UE sulla finanza sostenibile infatti, a monte, definisce gli investimenti sostenibili a partire da una normazione riferita agli impieghi sostenibili. Sostenibili sono, in tale assetto, gli impieghi finanziari in linea con la politica UE e degli Stati Membri per la transizione ecologica del sistema produttivo (decarbonizzazione) e per il raggiungimento dei *goals* dell'Agenda ONU per il 2030 e degli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul Clima (7).

La *SFDR* è quindi un tassello di regolazione dei servizi finanziari che si inserisce nel più vasto disegno di regolazione e di politiche europee in materia di finanza per lo sviluppo sostenibile. Concorre a definire il ruolo dell'ESG *investing* nel perseguimento degli obiettivi di transizione ecologica (i.e. decarbonizzazione) del Mercato Unico e nell'indirizzare lo sviluppo del Mercato Unico verso i *goals* dello sviluppo sostenibile. Assegna agli investimenti sostenibili un ruolo che travalica ampiamente quello degli investimenti "etici", autodefiniti e autoregolati, trattati, in mercati di nicchia, da emittenti e da investitori professionali specializzati.

Per queste finalità, la *SFDR* introduce nuove e dedicate regole di trasparenza in un ambito, quello dei servizi finanziari e delle attività di intermediazione, già denso di previsioni di trasparenza (8).

3. Offerte di prodotti finanziari, trasparenza ESG e rischi "di" e "da" greenwashing.

La regolazione della finanza (per lo sviluppo) sostenibile, nel comparto dell'intermediazione finanziaria, sta producendo vari effetti. L'introduzione di nuove regole e di nuovi presidi di trasparenza e di protezione dell'investitore che ha preferenze ESG ha varie ripercussioni (9). La *SFDR* pone oneri amministrativi non indifferenti a carico degli operatori finan-

(ESMA) e del loro comitato congiunto (il comitato delle ESAs). La regolazione di dettaglio è in via di completamento.

(7) Cfr. M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2023, p. 558. Sia consentito in merito rinviare anche a A. GENOVESE, *La gestione sostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023, p. 20 ss.

(8) Sui rapporti fra strategie UE per lo sviluppo sostenibile e regolazione finanziaria, *ex multis*, cfr. P. COPPOTELLI, *La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*, in AGE, 2022, p. 293 ss.

(9) Sulle difficoltà di implementazione del tema europeo di protezione degli

Termine estratto capitolo

MICHELE SIRI (*)

RATING ESG: PROBLEMI E PROSPETTIVE DI DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Inquadramento generale. — 2. L'ambito di applicazione. — 2.1. La regola generale sull'applicazione territoriale del regolamento. — 2.2. Le esenzioni all'ambito di applicazione del regolamento. — 3. Le definizioni. — 4. I regimi transitori e derogatori. — 5. I requisiti autorizzativi. — 5.1. Le condizioni per il fornitore di *rating* ESG stabilito nell'Unione. — 5.2. Le condizioni per il fornitore di *rating* ESG stabilito al di fuori dell'Unione. — 5.3. Brevi cenni sul registro *ex art.* 13. — 6. La regolamentazione dell'attività dei *rating* ESG. — 6.1. Alcuni principi generali della regolamentazione dell'attività di *rating* ESG. — 6.2. Le regole sui potenziali conflitti di interesse. — 6.3. Le regole sui dipendenti dei fornitori di *rating* ESG. — 6.4. La corretta gestione dei reclami da parte di utenti, soggetti coinvolti dal *rating* e degli *stakeholder*. — 6.5. La separazione dei fattori "E", "S", "G": il fine della trasparenza. — 7. L'attività di supervisione dell'ESMA. — 8. Le disposizioni finali e transitorie. — 8.1. Le disposizioni di carattere transitorio. — 8.2. La modifica al regolamento (UE) n. 2019/2088. — 9. Una valutazione di sintesi.

1. *Inquadramento generale.*

I fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) sono sempre più importanti nei mercati finanziari ed in particolare per quanto attiene alla loro integrazione nel processo di investimento. A livello globale si prevede che gli *asset* gestiti raggiungeranno i 33.900 miliardi di dollari entro il 2026 e che la domanda degli investitori sarà un importante fattore che contribuirà a questa tendenza in marcata accelerazione. Con l'aumento della considerazione dei fattori ESG, gli emittenti e gli investitori fanno sempre più affidamento sui servizi correlati, come i *rating* e i dati ESG. I *rating* ESG possono essere descritti come valutazioni delle caratteristiche ESG di entità, come società e Stati sovrani, o di prodotti, come gli strumenti finanziari, mentre i dati ESG sono soltanto indicatori grezzi, che rimangono privi di una valutazione finale o di un giudizio di valore. Questi servizi vengono utilizzati in modi diversi, tra cui l'incorporazione di fattori legati alla sostenibilità nel processo decisionale di investimento. Ciò significa che tali *rating* ESG hanno un impatto crescente sulle decisioni di investimento e quindi sull'allocazione del capitale.

(*) Professore Ordinario di Diritto Commerciale nell'Università degli Studi di Genova.

I *rating* ambientali, sociali e di *governance* possono riguardare un'ampia gamma di profili valutativi. Ad esempio, un *rating* ESG può ponderare l'esposizione e la gestione di un'entità ai rischi ESG (come il rischio di inondazioni) ed alle opportunità ESG (come ad esempio l'esposizione verso tecnologie produttive "pulite"). In alternativa, un *rating* ESG può valutare l'impatto di un'entità su fattori ambientali, sociali e di *governance* più ampi (come l'impatto di un'azienda sulla qualità dell'aria a causa delle sue emissioni di carbonio). I *rating* ESG sono talvolta paragonati ai *rating* di credito, ma sono intrinsecamente multidimensionali, a differenza dei *rating* del credito che si concentrano solo sul merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario ⁽¹⁾.

Nonostante la loro crescente importanza, gli operatori di mercato hanno espresso preoccupazioni in merito all'elaborazione dei *rating* ESG. Alcuni problemi sollevati riguardano le metodologie e gli obiettivi dei fornitori di *rating* ESG, che possono essere poco trasparenti e generare confusione su ciò che un *rating* implica. Altre preoccupazioni riguardano il modo in cui un fornitore di *rating* ESG interagisce con l'entità valutata. Ad esempio, potrebbero insorgere potenziali conflitti di interesse nel caso in cui un fornitore di *rating* ambientali, sociali e di *governance* presti anche consulenza all'entità valutata su come migliorare il *rating*; oppure scenari in cui il dialogo tra fornitore di *rating* ed entità valutata potrebbe essere migliorato.

A livello internazionale, sia l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) ⁽²⁾ che l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ⁽³⁾ hanno raccomandato alle autorità di regolamentazione di prestare maggiore attenzione ai *rating* e ai dati ESG. In particolare, la IOSCO ha formulato raccomandazioni su come le autorità potrebbero consentire ai fornitori di *rating* e di dati ESG di fornire prodotti di alta qualità e indipendenti, affrontando in modo appropriato i conflitti di interesse. L'OCSE ha evidenziato i modi in cui le politiche e le pratiche potrebbero essere migliorate per aiutare i *rating* ESG a sostenere la transizione a basse emissioni di carbonio e la crescita sostenibile.

⁽¹⁾ Per un'analisi sui fallimenti del mercato che giustificano un intervento normativo e sui rischi derivanti dall'eccessivo affidamento del pubblico sui *rating* di sostenibilità si veda M. GARGANTINI-M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione europea*, in *Riv. Soc.*, 2023, n. 4, p. 637, in part. p. 675 ss. Sulla rilevanza dei fattori ESG nella disciplina delle agenzie tradizionali di *rating* di credito, si veda ESMA, *Consultation Paper Proposed Revisions to Commission Delegated Regulation (EU) 447/2012 and Annex I of CRA Regulation, 2024*, p. 8 ss.

⁽²⁾ IOSCO, *FR09/2021 Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>.

⁽³⁾ OECD, *ESG ratings and climate transition: An assessment of the alignment of E pillar scores and metrics*, <https://www.oecd.org/publications/esg-ratings-and-climate-transition-2fa21143-en.htm>.

La proposta di regolamento europeo ⁽⁴⁾ ha sostanzialmente riprodotto, sia pur con un minor livello di dettaglio, le principali strategie di regolazione che caratterizzano il Regolamento sui *rating* di credito ⁽⁵⁾. Tra queste, rientra la necessità di ottenere un'autorizzazione dell'ESMA per poter fornire *rating* di sostenibilità, indipendentemente dal loro uso a fini regolatori. I risultati della consultazione della Commissione sul funzionamento del mercato dei *rating* ESG hanno mostrato, in linea con tale tendenza, una forte preferenza tra i soggetti interessati non solo per regole di trasparenza quali quelle sopra indicate, ma anche per strategie normative più pervasive, tra cui un sistema di autorizzazione ⁽⁶⁾. Per parte sua, l'ESMA ha sostenuto i meriti dell'introduzione di un regime di accesso al mercato basato su una vera e propria autorizzazione, come infine previsto nella proposta di regolamento ⁽⁷⁾.

In questo contributo viene analizzata la versione finale, ripercorrendo la proposta avanzata dalla Commissione e ponendola a confronto con il compromesso finale approvato dai co-legislatori per evidenziare anche talune notevoli differenze rispetto alla versione iniziale. La prima divergenza è riscontrabile già direttamente nella denominazione del testo normativo. Non soltanto la proposta di regolamento attiene alla trasparenza e integrità delle attività di *rating* ESG ma, ulteriormente, reca modifiche al regolamento (UE) n. 2019/2088 — relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari ⁽⁸⁾. Una simile modificata (oltre che

⁽⁴⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG)*, 13 giugno 2023, COM/2023/314 final.

⁽⁵⁾ L. ENRIQUES-M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *AGE*, 2010, 490.

⁽⁶⁾ COMMISSIONE EUROPEA, *Summary Report: Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the EU and on the consideration of ESG factors in credit ratings*, 3 August 2022.

⁽⁷⁾ ESMA, *Letter to the Commissioner in charge of Financial services, financial stability and Capital Markets Union*, 2021.

⁽⁸⁾ Sul punto, assume rilevanza il (nuovo) considerando n. 15d. Il testo recita: "In order to further enhance the functioning of the single market and the level of investor protection, it is important to ensure sufficient and consistent transparency about ESG ratings issued by regulated financial undertakings and incorporated in their financial products or services, when such ratings are disclosed and are therefore visible for third parties. Investors should receive adequate information about the methodologies underlying the ESG ratings which should be disclosed in the marketing communications. Therefore, this Regulation should also complement the disclosure obligations related to marketing communications established by the Regulation (EU) 2019/2088. A similar disclosure should also be required from any other regulated financial undertakings in the Union that discloses an ESG rating as part of its marketing communications without being covered by Regulation (EU) 2019/2088. Investors should receive, via a link to the relevant website, the same information as the one required from the ESG rating providers by point I of Annex III of this Regulation, while taking into account the content of the information already disclosed by financial market participants and financial advisors pursuant to Regulation (EU) 2019/2088. Other regulated financial undertakings should disclose the same information, taking into account the various types of financial products, their characteristics and the differences between them as well as the need

per le ovvie ripercussioni di ordine prettamente sostanziale del testo normativo) non è da trascurare secondo una prospettiva più generale. La proposta di regolamento si inserisce nel solco dell'ampio percorso normativo predisposto, ormai da anni, dall'Unione europea in ambito sostenibile. Si tratta di un testo che regolerebbe una materia ben specifica della finanza sostenibile, ma che comunque dovrebbe inserirsi in modo organico nel sistema già oggi in vigore ⁽⁹⁾. Il regolamento (UE) n. 2019/2088 è certo un esempio di primaria rilevanza del sistema odierno. L'esigenza di coerenza è evidenziata anche nei considerando del compromesso, non a caso aggiunti o modificati appositamente dal Parlamento e dal Consiglio. Nei considerando si ritrova un incremento dei riferimenti alle fonti sulla sostenibilità e sulla finanza sostenibile, di derivazione sia internazionale (per es. i cd. PRI, principi per l'investimento responsabile o l'Agenda 2030 — considerando n. 1) sia europea (per es. il *Green Deal* europeo — considerando n. 1).

La necessità che il sistema normativo sulla finanza sostenibile risponda a criteri di tendenziale coerenza non significa, tuttavia, che i singoli interventi non abbiano, comunque, una loro autonomia. In particolare, e anche per evitare di conferire ai *rating* ESG una funzione "autorizzativa", i *rating* non devono essere considerati delle etichette che indichino o assicurino il rispetto, soprattutto, del regolamento (UE) n. 2020/852 ⁽¹⁰⁾.

La rilevanza, in questa prospettiva, dei mercati del capitale è sottolineata in modo ancora più radicale ed esplicito. Ne è un esempio paradigmatico la sostituzione, in sede di compromesso, di "*important*" con "*necessary*" con riferimento all'esigenza di sfruttare il potenziale del mercato per soddisfare gli obiettivi di sostenibilità — nonché, e ulteriormente, l'indicazione che è necessario non solo incentivare la finanza sostenibile, ma addirittura disincentivare gli investimenti deleteri in questo senso (considerando n. 2). Considerando a parte, è lo stesso art. 1 che argomenta nello stesso modo. Una regolamentazione dei *rating* ESG è fondamentale

to avoid duplication with information already published in accordance with other applicable regulatory requirements. In general, any duplication in applicable disclosure requirements should be avoided. With the same objective to avoid any duplication of rules, regulated financial undertakings that issue ESG ratings and incorporate those ratings in financial products or services that they offer to third parties should be excluded from the scope of this Regulation".

⁽⁹⁾ I testi normativi sulla finanza sostenibile richiamati dal regolamento sono numerosissimi. Pare particolarmente emblematico il considerando n. 21b, secondo cui "Regulation (EU) 2019/2088, Regulation (EU) 2020/852 and Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council represent landmark legislative initiatives to enhance the availability, quality and consistency of ESG requirements".

⁽¹⁰⁾ Si veda, sul punto, il (nuovo) considerando n. 21d: "Whilst an ESG rating provider may use alignment with the taxonomy set out in Regulation (EU) 2020/852 as a relevant factor or key performance indicator (KPI) in its rating methodology, ratings within the scope of this Regulation should not be used to indicate or provide ESG labels indicating or providing

Termine estratto capitolo

SECONDA SESSIONE
I FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE SOSTENIBILI
Presiede: Paolo Montalenti

PAOLO MONTALENTI

Riprendiamo il nostro convegno. La sessione di questa mattina mi è parsa molto interessante, al di là dei tanti profili esaminati, per un *fil rouge* che ha collegato tutte le relazioni, nel senso che si è iniziato ad affrontare, alla luce di una normativa ampia e complessa, della prassi, del codice di autodisciplina, temi di carattere generale nella loro declinazione più specifica.

La sessione di oggi pomeriggio è ancor più caratterizzata in questo senso, essendo dedicata ai finanziamenti delle imprese sostenibili.

Iniziamo il convegno con la relazione del professor Francesco Vella, ordinario di diritto commerciale all'Università di Bologna, su "Limiti e criteri del finanziamento bancario in relazione alla sostenibilità delle imprese".

Francesco, a te la parola.

Termine estratto capitolo

434. Giovanni Battista Fauceglia, *Il fallimento di società di capitali socie di una società di fatto*, 2021, pp. VIII-194.
435. *La riforma delle procedure concorsuali*. In ricordo di Vincenzo Buonocore, a cura di Alberto Jorio e Roberto Rosapepe, 2021, pp. XIV-418.
436. Sido Bonfatti, *La disciplina delle situazioni di "crisi" degli intermediari finanziari*, 2021, pp. XVI-502.
437. Riccardo Russo, *Collegio sindacale e impresa in crisi*, 2021, pp. VIII-258.
438. Eleonora Pagani, *La partecipazione finanziaria dei lavoratori tra diritto interno e diritto europeo*, 2021, pp. X-206.
439. Marco Rendina, *Accertamento del passivo, crediti di lavoro e pregiudizialità*, 2021, pp. VI-132.
440. Lorenzo Botti, *Clausole di covendita e trascinamento*, 2022, pp. X-198.
441. Sergio Gilotta, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, 2022, pp. XII-344.
442. Marco Palmieri, *I finanziamenti alle società sottocapitalizzate*. Linee evolutive della disciplina, 2022, pp. X-242.
443. Sara Addamo, *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto o di partecipazione*, 2022, pp. VI-274.
444. *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*. Atti del Convegno - Courmayeur (webinar), 9 aprile 2021, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2022, pp. VI-296.
445. Silvia Guizzardi, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, 2022, pp. VIII-178.
446. Luca Mandrioli, *La clausola salvo buon fine nello sconto bancario*, 2022, pp. XVIII-554.
447. Eugenio Barcellona, *Shareholderism versus stakeholderism*. La società per azioni contemporanea dinanzi al "profitto", 2022, pp. XII-246.
448. Riccardo Ghetti, *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, 2022, pp. VIII-228.
449. Martina Cavaliere, *Invenzione e creazioni intellettuali nell'università e negli enti pubblici di ricerca*. Evoluzione storica e prospettive di riforma, 2023, pp. X-322.
450. Giuseppe Antonio Policaro, *I confidi*. La fenice dopo la parabola?, 2023, pp. X-170.
451. Carla Avolio, *Dalla genesi alla liquidazione degli elitif*. Un nuovo e "instabile" tassello nella composita disciplina della gestione collettiva del risparmio, 2023, pp. X-214.
452. *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*. In ricordo di Agostino Gambino, a cura di Niccolò Abriani e Renzo Costi, 2023, pp. X-354.
453. Stefano Cacchi Pessani, *La fusione come tecnica di acquisizione*. 2023, pp. VIII-206.
454. *L'amministrazione delle società*. Profili e problemi, a cura di Alessio Bartolacelli, Rolandino Guidotti, Elisabetta Pederzini e Filippo Rossi, 2023, pp. XII-268.
455. Federico Parmeggiani, *Gli effetti distorsivi del credit rating sul rischio di insolvenza*. Cause e rimedi normativi, 2023, pp. XII-236.
456. *Il diritto societario europeo: quo vadis?*. Atti del Convegno - Courmayeur, 23-24 settembre 2022, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2023, pp. VIII-376.
457. Andrea Chiloiro, *La remunerazione degli esponenti bancari*, 2023, pp. XII-218.
458. *Composizione negoziata della crisi e concordato preventivo. Esperienze a confronto*. Atti del Convegno - Salerno, 5 maggio 2023, a cura di Nicola Rocco Di Torrepadula, 2024, pp. XIV-182.
459. Giorgio Remotti, *La gestione collettiva dei diritti d'autore e connessi*. Conformazione dei mercati, modelli organizzativi, strutture contrattuali, 2024, pp. XIV-586.
460. *Banche, cocontratti di finanziamento alle imprese e sostenibilità*. Atti del Convegno - Courmayeur, 15-16 dicembre 2023, a cura di Paolo Montalenti e Mario Notari, 2024, pp. VIII-276.