



NUMERO DUE - MAGGIO 2023

IDEA

INNOVATION - DEVELOPMENT - EFFORT - ATTITUDE

Nuovo Codice dei
Contratti Pubblici

ESG e Finanza

Corporate Governance

Green loan principles



La redazione

Comitato di redazione

Ugo Calò, responsabile del sector Financial Services, Coordinatore di IDEA

Alessandro Ferrari, responsabile del sector Technology

Francesco Ferrari, responsabile del focus group Infrastructure

Bruno Giuffrè, responsabile del sector Insurance

Vincenzo La Malfa, responsabile del sector Energy

Antonio Martino, responsabile del sector Private Clients

Agostino Papa, responsabile del sector Real Estate

Alessandro Piermanni, responsabile del sector Industrials

Giovanni Ragnoni, responsabile del sector Media Sport and Entertainment

Davide Rossetti, co-responsabile del sector Consumer Goods Food and Retail

Roberto Valenti, responsabile del sector Life Sciences

Elena Varese, co-responsabile del sector Consumer Goods Food and Retail

Coordinamento organizzativo

Valerio Cellentani

In questo numero

Editoriale – di <i>Ugo Calò</i>	05
Il nuovo codice degli appalti: una spinta alle infrastrutture – di <i>Francesco Ferrari e Luigi Mula</i>	06
“Effetto ESG”: come si stanno evolvendo normativa e prassi? – di <i>Fiorenza Marin e Chiara Campagna</i>	10
La ratio della nuova transazione fiscale risiede nell’interesse concorsuale, prevalente su quello tributario di <i>Gabriele Arcuri, Alberto Angeloni e Morena Pirollo</i>	13
Corporate Governance: il “nuovo” successo sostenibile nelle relazioni 2022 sul governo societario – di <i>Dino Dima, Stefano Montalbetti e Andrea Ferrara Fierro</i>	15
L’Aggiornamento 2023 del framework “LMA” (<i>Loan Market Association</i>) per le “green facilities”: i nuovi <i>Green Loan Principle (GLP)</i> 2023 – di <i>Giampiero Priori e Valerio Cellentani</i>	21
Il “greenwashing” tra giurisprudenza di merito e prospettive europee di riforma – di <i>Silvia Motta ed Edoardo Astolfi</i>	25
Le “aspettative ESG” di Banca d’Italia con riferimento agli intermediari non bancari – di <i>Caterina Anselmi</i>	28



IDEA: Focus “ESG”



Ugo Calò

Partner – Finance, Projects & Restructuring
Head of Financial Services Sector

Cari lettori, nuovi e ritrovati.

Alla luce dell'esponentiale evoluzione del dibattito internazionale sul tema, oltretutto dell'attenzione riservata ai profili ESG da parte dei principali operatori del mercato e delle autorità pubbliche, data la crescente importanza del mercato del “debito sostenibile”, per questo nuovo numero abbiamo pensato di partire da tematiche legate alla dialettica tra esigenze di sostenibilità (sociale e, in special modo, ambientale) ed esercizio dell'attività di impresa, forse una delle principali (se non la principale) sfide della società moderna.

Il concetto di “sostenibilità”, sotteso all'intero spettro della nuova disciplina c.d. “ESG”, sta a significare molto di più che perseguire, nell'esercizio dell'attività di impresa, la salvaguardia delle esigenze ambientali o sociali. Sin dal 1987, nel rapporto ONU denominato “*Our Common Future*”, la nozione di “sostenibilità” (o meglio, di sviluppo sostenibile) è volta a soddisfare “*the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.*” Essenzialmente, quindi, l'adozione di determinati limiti che siano

“not absolute limits but limitations imposed by the present state of technology and social organization on environmental resources and by the ability of the biosphere to absorb the effects of human activities.” alle attività del presente per non compromettere il futuro.

D'altronde, così come la sostenibilità, anche il diritto è scienza del “limite”: l'attribuzione di un diritto (vuoi per legge o contratto) consente (con vari gradi di precisione) ad un soggetto di porre in essere un atto o negozio che incida sui diritti altrui; ma attribuire un diritto significa anche definire i limiti di esercizio di quel diritto; e questo proprio al fine di non ledere gli altrui diritti. D'altro canto, l'imposizione di un obbligo specifica cosa un soggetto può esigere da un altro, ma anche cosa non può esigere, e infine il diritto si preme di precisare altresì (generalmente) l'azione (o il rimedio), il modo in cui “il diritto può essere fatto valere”.

È stato quindi affidato alla normativa (più recentemente nazionale o sovranazionale), e prima ancora alla c.d. “soft law”, nello sforzo di conseguire gli obiettivi di sostenibilità (c.d. SDG) approvati dall'ONU, il compito di definire i limiti imposti allo svolgimento dell'attività di impresa oggi per assicurare la possibilità di svolgerla in futuro.

A tale riguardo, il diritto nazionale e dell'Unione Europea hanno imposto anzitutto l'obbligo agli operatori economici di considerare, misurare, e talvolta, promuovere, gli aspetti “ESG” (i.e., in materia ambientale,

sociale e di buona *governance*) nell'esercizio dell'impresa. In questa direzione vanno, gli obblighi di redigere apposite dichiarazioni non finanziarie (la c.d. DNF), introdotte dalla direttiva NFRD (di recente sostituita con la Direttiva c.d. CSRD che, tra l'altro, amplia notevolmente il perimetro dei soggetti obbligati); analoga funzione rivestono, nel settore dell'intermediazione finanziaria, i nuovi obblighi Mifid 2 di promozione di “investimenti sostenibili” e, nel settore dei fondi comuni di investimento, l'emanazione della normativa SFDR (*Sustainable Financial Disclosure Regulation*).

L'osservanza di tali regole è sempre più oggetto di dettagliata implementazione, interpretazione e scrutinio da parte del regolatore e delle autorità di supervisione, e la loro violazione espone l'imprenditore, oltretutto a sanzioni pecuniarie, ad importanti rischi reputazionali nei confronti dei propri *stakeholder* (talvolta, anche clienti). D'altronde, per determinare il livello di “compliance” a tali normative cruciali sono le tematiche della disponibilità e reperimento dei dati, e i connessi profili degli obblighi di *disclosure* e del c.d. “greenwashing” (già oggetto in Italia di specifiche pronunce giurisprudenziali come quella analizzata nel presente numero) sono intrinsecamente e inestricabilmente interconnesse.

Molte di queste norme e limiti, così come le prime pronunce di giudici italiani in materia, sono analizzate in questo numero con la speranza di fornire qualche spunto interessante di riflessione e di gestione del “rischio ESG”, al fine di contribuire a supportare le strutture interne uno svolgimento dell'attività di impresa coerente con la normativa di riferimento e le *best practice* internazionali.

Il nuovo codice degli appalti: una spinta alle infrastrutture

Dopo l'approvazione definitiva in Consiglio dei Ministri del 28 marzo è stato pubblicato sul supplemento ordinario n. 12 della Gazzetta Ufficiale n. 77 del 31 marzo 2023 il D.Lgs. 31 marzo 2023, n. 36 recante il nuovo Codice dei contratti pubblici (il "Nuovo Codice"), in attuazione della delega al Governo in materia di contratti pubblici contenuta all'art. 1 della Legge 21 giugno 2022, n. 78. Il Nuovo Codice, insieme ai suoi allegati, è entrato in vigore il 1° aprile 2023, mentre l'efficacia è posticipata al 1° luglio 2023, con l'unica eccezione per gli articoli dal 215 al 219 per i Collegi consultivi tecnici già costituiti al 31 marzo 2023. Al fine di non paralizzare le procedure di gara, è stata prevista una dettagliata e articolata disciplina transitoria (art. 225) secondo cui molte norme del Nuovo Codice entreranno in vigore a partire da gennaio 2024 (ad esempio, gran parte delle disposizioni sulla digitalizzazione del ciclo di vita dei contratti). In aggiunta, alla data di efficacia (1° luglio 2023), per i "procedimenti in corso" troveranno ancora applicazione le disposizioni del codice del 2016 e per le infrastrutture strategiche disciplinate dal d.lgs. 163/2006 continueranno ad applicarsi alcune norme del codice del 2006. Infine, ulteriori deroghe sono previste per gli affidamenti PNRR e PNC.

L'Italia è riuscita così a rispettare l'impegno assunto nei confronti dell'Europa, rappresentando la riforma della materia dei contratti pubblici, improntata inter alia ad una stretta aderenza al diritto europeo, un importante obiettivo posto dal PNRR.



Francesco Ferrari
Partner – Finance, Projects and Restructuring
Co-head Infrastructure, Construction & Transport Sector, Europe

In vista degli obiettivi della semplificazione, accelerazione e certezza delle regole, il Nuovo Codice – che è stato redatto dal Consiglio di Stato – è autoesecutivo ossia non richiede di essere implementato, così com'è avvenuto per i codici precedenti, mediante l'adozione di successivi atti di normazione secondaria e di *soft law*. La relazione al codice costituisce, a sua volta, una vera e propria guida alla lettura dei suoi articoli e costituisce un'assoluta novità.

I Principi

La prima novità di rilievo è rappresentata dall'introduzione di alcuni principi generali, a cui vengono dedicati i primi articoli del Nuovo Codice (artt. da 1 a 11 del Titolo I). Ma sono poi solo i primi tre principi, quelli del "risultato", della "fiducia" e dell'"accesso al mercato", del tutto nuovi nell'ambito della contrattualistica pubblica, a costituire veri e propri criteri di interpretazione e applicazione delle disposizioni del codice (art. 4). Tali principi hanno una valenza immediatamente precettiva – e quindi soggetti al sindacato del giudice amministrativo – e da un punto di vista "gerarchico" costituiscono la struttura portante



Luigi Mula
Legal Director – Finance, Projects and Restructuring

e qualificante del Nuovo Codice, realizzando così un cambio di passo rispetto al passato.

PRINCIPIO DEL RISULTATO

Il Nuovo Codice identifica per la prima volta in modo chiaro e concreto che l'interesse pubblico prevalente a cui le stazioni appaltanti devono sempre tendere è il "risultato dell'affidamento del contratto e della sua esecuzione con la massima tempestività e il migliore rapporto possibile tra qualità e prezzo". La stessa concorrenza è un mezzo per il raggiungimento del fine rappresentato dal conseguimento del "miglior risultato possibile nell'affidare ed eseguire i contratti". Tale principio valorizza l'ampio esercizio della discrezionalità da parte dei funzionari pubblici, necessario per poter raggiungere gli obiettivi sostanziali a cui essi devono tendere in applicazione del principio del risultato, e che diventa anche "criterio prioritario" per valutare la loro stessa responsabilità.

PRINCIPIO DELLA FIDUCIA

Il principio della fiducia consiste nella "reciproca fiducia nell'azione legittima, trasparente e corretta dell'amministrazione, dei suoi funzionari e degli operatori

economici". In realtà tale principio mira essenzialmente a tutelare i funzionari pubblici, delimitandone la colpa grave, al fine di contrastare la c.d. "paura della firma", che costituisce un ostacolo all'esercizio della loro discrezionalità e impedisce loro di effettuare "valutazioni e scelte per l'acquisizione e l'esecuzione delle prestazioni secondo il principio del risultato".

PRINCIPIO DELL'ACCESSO AL MERCATO E GLI ALTRI PRINCIPI

Il principio dell'accesso al mercato prevede che le stazioni appaltanti favoriscono l'accesso al mercato degli operatori economici nel rispetto dei principi di concorrenza, di imparzialità, di non discriminazione, di pubblicità e trasparenza, di proporzionalità. Tra i tre principi è quello meno innovativo.

Gli altri principi previsti e disciplinati nel Titolo I: "Principi di buona fede e di tutela dell'affidamento" (art. 5); "Principi di solidarietà e di sussidiarietà orizzontale, Rapporti con gli enti del Terzo settore" (art. 6); "Principio di auto-organizzazione amministrativa" (art. 7); "Principio di autonomia contrattuale. Divieto di prestazioni d'opera intellettuale a titolo gratuito" (art. 8); "Principio di conservazione dell'equilibrio contrattuale" (art. 9); "Principi di tassatività delle cause di esclusione e di massima partecipazione" (art. 10); "Principio di applicazione dei contratti collettivi nazionali di settore. Inadempienze contributive e ritardo nei pagamenti" (art. 11).

La fase di gara

AFFIDAMENTI SOTTOSOGLIA

Nel Nuovo Codice vengono confermate, sebbene con talune eccezioni (come, ad esempio, nel caso di contratti che presentino interesse transfrontaliero certo),

le previsioni contenute nella normativa emergenziale di cui al D.L. 16 luglio 2020, n. 76, adottandosi stabilmente le soglie ivi previste per ricorrere all'affidamento diretto e alla procedura negoziata senza previa pubblicazione di un bando di gara.

In particolare, si prevede l'affidamento diretto, anche senza consultazione di più operatori economici, per lavori di importo inferiore a Euro 150.000 e per forniture e servizi, ivi compresi i servizi di ingegneria e architettura e l'attività di progettazione, di importo inferiore a Euro 140.000.

La procedura negoziata senza bando è ammessa, previa consultazione di almeno 5 operatori, ove esistenti, per lavori di importo pari o superiore a Euro 150.000 e inferiore a Euro 1.000.000; di almeno 10 operatori, ove esistenti, per lavori di importo pari o superiore a Euro 1.000.000 e fino alle soglie comunitarie; di almeno 5 operatori, ove esistenti, per forniture e servizi, ivi compresi i servizi di ingegneria e architettura e l'attività di progettazione, di importo pari o superiore a Euro 140.000 e fino alle soglie comunitarie.

Viene poi rafforzato il principio di rotazione, individuandosi i casi in cui, in applicazione di tale principio, è vietato l'affidamento o l'aggiudicazione di un appalto al gestore uscente, con indicazione delle relative eccezioni. È espressamente ammessa la deroga al principio di rotazione per gli affidamenti diretti di importo inferiore a Euro 5.000.

Inoltre, viene sancita la regola secondo cui i termini dilatori dello *stand still* processuale e sostanziale non si applicano agli affidamenti di contratti di importi inferiori alle

soglie comunitarie e il contratto viene stipulato entro 30 giorni dall'aggiudicazione.

PROGETTAZIONE E APPALTO INTEGRATO

Nel Nuovo Codice vengono ridefiniti i livelli progettuali, accorpando/riducendo i 3 livelli di progettazione previsti dal D.Lgs. n. 50/2016 in 2 livelli, costituiti dal progetto di fattibilità tecnica ed economica e dal progetto esecutivo: ciò in un'ottica di snellimento/riduzione delle tempistiche degli iter di approvazione e, più in generale, di semplificazione e accelerazione delle procedure.

Per quanto riguarda gli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria, è consentita l'omissione del primo livello di progettazione, a condizione che il progetto esecutivo contenga tutti gli elementi previsti per il livello omesso.

Operandosi una netta inversione di rotta sul tema della centralità del progetto rispetto alla precedente disciplina, viene liberalizzato il ricorso all'istituto dell'appalto integrato, prevedendosi la facoltà delle stazioni appaltanti – senza i divieti posti dalla previgente disciplina – di procedere all'affidamento congiunto della progettazione esecutiva e dell'esecuzione dei lavori sulla base di un progetto di fattibilità tecnico-economica approvato. Sarà necessario soltanto fornire evidenza delle ragioni tecniche per cui si utilizza l'appalto integrato. L'unica eccezione è rappresentata dagli appalti di opere di manutenzione ordinaria, rispetto ai quali tale facoltà non può essere esercitata.

La revisione prezzi e conservazione dell'equilibrio contrattuale

Il Nuovo Codice recepisce i rilievi manifestati dalla Corte di Cassazione nel 2020 (relazione tematica 8 luglio 2020, n. 56), nel momento di massima criticità della pandemia COVID-19, che sottolineava la necessità di un rimedio che permettesse alle parti di attivare una rinegoziazione del contratto squilibrato inciso da sopravvenienze, conservandone l'esecuzione e non semplicemente permettendo lo scioglimento del vincolo contrattuale. A prescindere da clausole contrattuali di rinegoziazione, la parte svantaggiata da eventi straordinari ed imprevedibili, e il cui rischio non sia stato volontariamente assunto, può ora chiedere il ripristino dell'equilibrio contrattuale.

Sempre in un'ottica di conservazione del rapporto contrattuale in essere si pone la rilevante novità in tema di revisione dei prezzi. In particolare, si porta a regime l'obbligatorio inserimento di clausole di revisione: obbligo già introdotto, in via transitoria per le procedure di gara iniziate entro il 31 dicembre 2023, dall'art. 29 del D.L. n. 4/2022. L'art. 60 specifica che tali clausole si attivano al verificarsi di particolari condizioni di natura oggettiva – che determinano una variazione in aumento o in diminuzione del costo dell'opera, del servizio o della fornitura in misura superiore al 5% dell'importo complessivo – e che operano nella misura dell'80% della suddetta variazione. Le variazioni dei prezzi sono rilevate sulla base di indici sintetici approvati dall'ISTAT sui costi di costruzione per i lavori e agli indici dei prezzi al consumo, dei prezzi alla produzione dell'industria e dei servizi e agli indici delle retribuzioni contrattuali orarie per i contratti di servizi e forniture.

Il Partenariato Pubblico-Privato (PPP)

Il Nuovo Codice innova e semplifica in modo significativo la materia del PPP sia con riferimento all'impostazione sistematica, sia con riferimento ad alcune specifiche disposizioni.

Secondo il nuovo codice, al di là delle diverse figure contrattuali, il PPP è un'operazione economica all'interno della quale devono sempre sussistere alcune componenti essenziali quali un rapporto contrattuale di lungo periodo tra il concedente e il concessionario, l'apporto "in maniera significativa" del capitale privato a copertura dei fabbisogni finanziari del progetto, il rischio operativo allocato in capo al concessionario mentre al concedente spetta definire gli obiettivi e verificarne l'attuazione.

Viene inoltre ribadito il principio di atipicità delle forme contrattuali del PPP e la disciplina della concessione (contenuta agli articoli da 176 a 195) costituisce la disciplina di riferimento per tutte le figure del PPP.

Rilevante è la novità introdotta con riferimento al contributo pubblico, rispetto al quale, ai fini della qualificazione del contratto come di PPP, non viene più previsto alcun limite quantitativo (nel codice del 2016, pari al 49% del costo dell'investimento complessivo, comprensivo di eventuali oneri finanziari), ma solo qualitativo legato alla necessità del permanere sempre del rischio operativo in capo al concessionario. Un eventuale superamento da parte del contributo pubblico della percentuale indicata nelle decisioni Eurostat avrà invece un impatto ai fini della contabilizzazione fuori bilancio dell'iniziativa.

LA FINANZA DI PROGETTO E LA BANCABILITÀ DEI PROGETTI

Il Titolo IV del Libro IV è dedicato alla finanza di progetto, che nell'impianto del Nuovo Codice è riservata alla sola ipotesi di interventi proposti dal privato.

Anzitutto, viene anche meglio chiarito il rapporto tra concessione e finanza di progetto: essi non sono più intesi, come avveniva nel codice del 2016, come due diversi tipi contrattuali, bensì si specifica che la finanza di progetto attiene alla modalità di finanziamento, in "corporate financing" o in "project financing".

Novità di rilievo riguardano l'investitore istituzionale, al quale è consentito presentare da solo proposte in finanza di progetto anche senza essere in possesso dei requisiti di qualificazione. Solo successivamente, nella fase di gara, potrà alternativamente scegliere se associarsi o consorziarsi con altri operatori in possesso dei requisiti richiesti dal bando o, invece, proseguire comunque in via autonoma, esternalizzando integralmente le prestazioni oggetto del contratto di concessione ad imprese in possesso dei richiesti requisiti, salvo l'obbligo di comunicarne il relativo nominativo entro il termine per la presentazione dell'offerta.

Rimangono confermate le disposizioni già previste dal codice del 2016 in merito agli altri aspetti della procedura di finanza di progetto (es., dichiarazione di pubblico interesse, obbligo per il proponente di apportare modifiche, prelazione, etc...).

In tema di società di scopo, l'art. 194 del Nuovo Codice prevede che, per gli affidamenti superiori alla soglia di Euro 5.382.000,00, l'aggiudicatario debba costituire

una società di scopo (con capitale sociale minimo previsto dallo stesso bando di gara) – in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile – che subentrerà, senza che ciò costituisca cessione di contratto, nel rapporto di concessione senza necessità di approvazione o autorizzazione amministrativa. Ricordiamo che nel precedente codice la costituzione della società di scopo non era obbligatoria anche se gli enti finanziatori la rendevano di fatto “obbligatoria” ai fini di assicurare il c.d. “ring fencing” dei flussi di cassa.

Le società di scopo possono, secondo il disposto dell’art. 195 co. 1 del Nuovo Codice, emettere obbligazioni e titoli di debito anche dematerializzati, anche in deroga ai limiti di cui agli articoli 2412 e 2483 cc, esclusivamente per finanziare ovvero rifinanziare il debito precedentemente contratto per la realizzazione dell’infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità, e purché destinati alla sottoscrizione da parte degli investitori istituzionali e dei clienti professionali indicati nel TUF o delle loro controllanti e controllate. Garanzie reali, personali e di qualunque altra natura, incluse le cessioni di credito

a scopo di garanzia che assistono le obbligazioni e i titoli di debito, possono essere costituite in favore dei sottoscrittori.

Un’ulteriore significativa novità è che, al fine di agevolare la bancabilità delle iniziative, tutti i crediti della società di scopo, presenti e futuri, ivi inclusi quelli verso il soggetto aggiudicatore e altre pubbliche amministrazioni, possono essere costituiti in pegno o ceduti in garanzia dalla società a banche o altri soggetti finanziatori, senza necessità di consenso del debitore ceduto, anche quando non siano ancora liquidi ed esigibili.

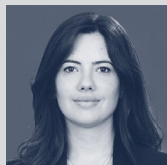


“Effetto ESG”: come si stanno evolvendo normativa e prassi?



Fiorenza Marin

Lawyer – Finance, Projects and Restructuring



Chiara Campagna

Lawyer – Finance, Projects and Restructuring

A seguito dell'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2020/852 (il “**Regolamento Tassonomia**”), numerosi sono stati gli interventi normativi europei in tema di finanza sostenibile. L'obiettivo è quello di trovare una definizione più dettagliata e concreta di cosa si intenda per “sostenibile”. Ciò per scongiurare il rischio, da un lato, da parte di un investitore, di investire in prodotti finanziari che pretendono di essere sostenibili ma in realtà non lo sono e, dall'altro, per meglio orientare le società nella pubblicazione delle informazioni cruciali al fine di attrarre nuovo capitale.

Se inoltre il legislatore europeo si sta impegnando nel normare quanto più possibile il mondo ESG, in parallelo le associazioni di categoria (e.g. *International Capital Market Association* (ICMA)) stanno definendo, tramite apposite linee guida, prassi comuni da utilizzarsi da parte degli attori del mercato.

Passando attraverso un'analisi critica dello stato dell'arte in tema di sostenibilità, si vuole fornire di

seguito una disamina delle ultime novità rilevanti in relazione allo sviluppo regolamentare e dare evidenza delle recenti prassi di mercato collegate all'emissione di strumenti finanziari di debito ESG *linked* in Italia.

Evoluzione normativa: dalla Green Taxonomy alla Social Taxonomy

Il Regolamento Tassonomia prevede tre diverse categorie di attività che, per essere definite *green*, devono contribuire ad almeno uno degli obiettivi fissati dall'articolo 9 dello stesso regolamento¹. Nello specifico, le categorie di attività individuate dal Regolamento Tassonomia sono:

- 1) attività a bassa emissione di carbonio;
- 2) attività di transizione; e
- 3) attività abilitanti.

Sebbene il Regolamento Tassonomia dovrebbe normare solo attività *cd. green*, negli ultimi anni si sono verificate forti tensioni circa l'inclusione nel medesimo regolamento di alcune attività non

propriamente *green*, come il gas e l'energia nucleare, sotto l'alveo delle *cd. attività di transizione*. Le ragioni sottese alla decisione di includere tali attività si evincono dall'intervento del Commissario McGuinness nel dibattito tenutosi al Parlamento Europeo in relazione all'atto delegato.

Infatti, il Commissario ha affermato che, pur non potendosi qualificare il gas come un'attività *green*, lo stesso sarà essenziale nella fase di transizione per il raggiungimento di un'Europa *climate-neutral* entro il 2050. Allo stesso tempo, anche l'energia nucleare fa parte del *cd. “mix energetico di transizione”* ed è per questo che anche quest'attività è inclusa nella categoria “attività di transizione” della tassonomia *green*.

Tuttavia, sono state numerose le critiche mosse a tale decisione. Gli oppositori sostengono che, qualificando come *green* un'attività inquinante, si sia snaturata la *ratio* stessa del Regolamento Tassonomia. Nonostante il dibattito sia tutt'ora acceso, lo stesso è stato affievolito dall'adozione del Regolamento Delegato (UE) 2022/1214 che ha incluso il gas e il nucleare nella categoria delle attività di transizione.

Come si evince da quanto detto sopra, mentre il Regolamento Tassonomia si è concentrato nel fornire una definizione degli investimenti *green*, lo stesso ha

¹ Ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento Tassonomia, sono considerati “obiettivi ambientali” i seguenti obiettivi: (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; e (f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

trascurato i fattori sociali poiché l'emergenza climatica imponeva di porre l'attenzione prevalentemente sui primi. Infatti, il Regolamento Tassonomia non mira a chiarire l'ambito dei fattori sociali, ma si limita a prevedere che le attività che vogliono qualificarsi come *green* rispettino talune garanzie minime di salvaguardia.² In assenza di tale *compliance*, un'attività non può considerarsi allineata al Regolamento Tassonomia pur rispettando i requisiti di sostenibilità *green*.

Al fine di scongiurare ogni confusione in materia, la Piattaforma sulla Finanza Sostenibile³ (la "**Piattaforma**") ha rilasciato alcune raccomandazioni che dovrebbero essere seguite dalle società che intendono allineare le loro attività a quanto previsto dal Regolamento Tassonomia. Tra queste raccomandazioni è previsto che tali società dovrebbero dotarsi di tutti quei processi utili per rispettare le garanzie minime fissate dal Regolamento Tassonomia (*i.e.*, dotarsi di procedure di *due diligence* sulle categorie indicate nel report).

Tuttavia, a seguito dei recenti avvenimenti che hanno coinvolto il panorama internazionale, è diventato sempre più impellente il bisogno di fornire una definizione più chiara di ciò che possa considerarsi socialmente sostenibile e non limitarsi al

mero rispetto di garanzie minime previste dal Regolamento Tassonomia. Per questo motivo, la Piattaforma ha pubblicato un report esplorando l'idea di introdurre una tassonomia sociale.

Sulla scorta del Regolamento Tassonomia, la potenziale struttura proposta dalla Piattaforma per questa nuova normativa prevede che un'attività, al fine di essere qualificata come socialmente sostenibile, deve contribuire sostanzialmente⁴ ad uno dei seguenti obiettivi:

- (i) lavoro dignitoso;
- (ii) standard di vita e benessere adeguati agli utenti finali; e
- (iii) comunità e società inclusive e sostenibili.

Insieme agli obiettivi generali è stato sviluppato un elenco di sotto-obiettivi per definire meglio queste tre macroaree. Ad esempio, in relazione all'obiettivo (iii) sopra enunciato, i sotto-obiettivi individuati riguardano, tra gli altri, la promozione di una crescita equa e inclusiva attraverso il miglioramento della possibilità per determinati soggetti di accedere agevolmente a servizi finanziari, trasporti, *etc.*

Tale report sulla tassonomia sociale della Piattaforma ha rappresentato un lavoro molto atteso dai

professionisti e dagli operatori dei mercati finanziari. Nonostante ciò, permangono perplessità e preoccupazioni sull'introduzione di questa nuova tassonomia, tra cui:

- esacerbazione dei costi amministrativi per una società che vuole tendere alla sostenibilità;
- favoreggiamento di quelle attività che operano in paesi con legislazioni più stringenti; e
- mancanza di uniformità a livello comunitario di *social standards*.

Un caso di studio: un *Sustainability linked bond* italiano

Negli ultimi anni l'attenzione degli investitori verso gli investimenti sostenibili è cresciuta drasticamente. Solo nel 2021 sono stati emesse obbligazioni *green* per un valore totale di 489 miliardi di dollari. Questa crescita ha travolto anche i c.d. *social bonds* che si sono rivelati uno strumento altrettanto utile nel contesto della pandemia per far fronte alla crisi economica generata dalle misure anti-contagio. Anche alcune aziende italiane hanno emesso strumenti finanziari ESG *linked*. A riprova di ciò, l'11 gennaio 2023, la Consob ha approvato il primo prospetto relativo ad un *sustainability linked bond* emesso in Italia da una grande società attiva nel settore *energy*.

² La corretta interpretazione di tali garanzie è a lungo ritenuta difficile da parte del mercato. Infatti, il mercato ha lamentato di non riuscire a comprendere appieno la portata di tale previsione. Ad ottobre 2022, la Piattaforma ha pubblicato un report sulle garanzie minime di salvaguardia, il quale ha individuato 4 principali aree che le società devono rispettare:

- (i) diritti umani, ivi inclusi i diritti dei lavoratori;
- (ii) corruzione;
- (iii) tassazione; e
- (iv) concorrenza leale.

³ La Piattaforma sulla Finanza Sostenibile è un *advisory body* istituito ad ottobre 2020 ai sensi dell'articolo 20 del Regolamento Tassonomia la cui principale attività è quella di fornire raccomandazioni alla Commissione europea circa l'implementazione del Regolamento Tassonomia e, più in generale, del *sustainable finance framework*.

⁴ Nel report vengono inoltre specificati tre diversi tipi di contributo sostanziale che l'attività deve apportare a uno degli obiettivi citati per essere allineata alla tassonomia sociale: (i) evitare e affrontare l'impatto negativo, (ii) rafforzare l'impatto positivo intrinseco nell'attività economica, e (iii) essere un'attività che consente ad un'altra attività di essere allineata alla tassonomia (un c.d. facilitatore).

In generale, i *sustainability linked bond* sono obbligazioni il cui tasso di interesse è legato ai progressi compiuti da un'azienda nell'adozione di pratiche sostenibili. Questa tipologia di obbligazioni differisce dalle obbligazioni *green* per l'obiettivo finanziato e il modo in cui vengono valutati i progressi compiuti dalla società emittente. I *sustainability linked bond* sono, infatti, legati a progressi compiuti dall'emittente in materia di sostenibilità, che comprende non solo progetti ambientali, ma anche sociali ed economici. Pertanto, se da un lato i *green bonds* sono specificatamente orientati alla tutela e allo sviluppo dell'ambiente, i *sustainability linked bonds* sono orientati ad una sostenibilità complessiva dell'emittente.

Tali obbligazioni, negoziate su Euronext Milan, si prefiggono i due seguenti KPI:

- riduzione delle emissioni nette di gas serra associate alle operazioni *upstream* della società; e
- incremento della capacità installata per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

Gli obbligazionisti riceveranno interessi a tasso fisso sulla base del tasso di interesse nominale lordo che sarà determinato entro 5 giorni lavorativi dalla conclusione del periodo di offerta, fermo restando che tale tasso di interesse non potrà essere inferiore al 4,30%. A fronte del raggiungimento da parte della società emittente dei KPI, il tasso di interesse nominale annuale lordo rimarrà invariato.

Il mancato raggiungimento di uno dei KPI prefissati (c.d. "evento *step-up*") comporterà un incremento del tasso di interesse relativo alla cedola pagabile alla data di

scadenza delle obbligazioni dello 0,50%. Al fine di monitorare il progresso di tali KPI, al termine di ciascun anno fiscale (i.e., il 31 dicembre di ogni anno), l'emittente pubblicherà un bilancio certificato in cui includerà una relazione sulla performance di sostenibilità che riporterà i progressi nel raggiungimento degli obiettivi prefissati, che verranno calcolati in buona fede dall'emittente stesso.

Conclusioni

È evidente che ancora si è lontani da una definizione chiara di ciò che possa considerarsi sostenibile, seppure sia innegabile che si sono compiuti molti sforzi in tale direzione. Sul punto, anche le recenti vicende in materia di inclusione del gas e del nucleare sotto l'alveo del Regolamento Tassonomia, le quali hanno un significativo impatto inquinante sull'ambiente, hanno mostrato che i concetti legati alla finanza sostenibile e alla definizione di ciò che è sostenibile siano diversamente interpretabili a seconda del soggetto che prova a fornirne una definizione. Questa difficoltà è ancora più sentita qualora si tentasse di definire i fattori sociali. Infatti, in un contesto come quello europeo in cui non vi è uniformità tra la normativa sociale, ciascun'attività potrebbe essere percepita diversamente a seconda del soggetto.

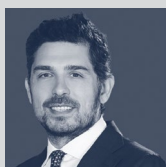
La mancanza di una definizione comune per i *market participants* ha portato con sé molteplici difficoltà anche in fase di strutturazione dei prodotti finanziari. L'assenza di una precisa guida legislativa su come strutturare un prodotto finanziario sostenibile ha reso possibile l'affermazione sul mercato di strutture finanziarie che permettono di remunerare maggiormente gli investitori, ad esempio tramite

l'aumento del tasso di interesse, nel caso in cui l'obiettivo di sostenibilità non venga raggiunto dall'emittente, allontanandosi, dunque, dal fine ultimo della finanza sostenibile.

Ciò si riscontra anche nella struttura che la prassi di mercato ha sviluppato per un *sustainability linked bond* – struttura finanziaria utilizzata nel caso descritto sopra. Tale struttura potrebbe essere criticamente analizzata poiché la previsione di un evento c.d. *step-up*, al verificarsi del quale vi è un incremento della cedola pagabile alla data di scadenza, rappresenta un significativo paradosso. Infatti, in questo caso, un investitore sarebbe maggiormente remunerato nell'eventualità in cui l'emittente non riuscisse a raggiungere i KPIs prefissati, andandosi a generare inevitabilmente una discrasia tra l'interesse di sostenibilità che dovrebbe essere tipico di tale investimento e l'interesse di profitto che invece sottende in generale ogni investimento.



La *ratio* della nuova transazione fiscale risiede nell'interesse concorsuale, prevalente su quello tributario



Gabriele Arcuri
Partner - Corporate



Alberto Angeloni
Partner - Litigation &
Regulatory



Morena Pirollo
Lawyer - Litigation &
Regulatory

Alla luce del novellato comma 4 dell'art. 182-*bis* della Legge Fallimentare (oggi sostanzialmente trasmigrato nel comma 2-*bis* dell'art. 63 del Codice della Crisi, la funzione dell'omologazione forzata – quando non vi è adesione da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie – è quella di perseguire

il preminente interesse concorsuale attraverso il superamento delle resistenze degli uffici alla proposta di transazione fiscale, le quali si dimostrano immotivate in presenza di un'attestata convenienza della stessa rispetto al fallimento e in contrasto con il principio di buon andamento della Pubblica Amministrazione stabilito dall'art. 97 Cost.: l'amministrazione finanziaria,

infatti, nell'ambito della transazione fiscale dispone di una discrezionalità per così dire "vincolata" al maggior soddisfacimento e alla convenienza tra i due termini di comparazione, il cui concreto esercizio – nelle intenzioni del Legislatore – soggiace sistematicamente al sindacato del giudice fallimentare. E' quanto affermato dal Tribunale di Roma con decreto pubblicato il 9 maggio 2023.



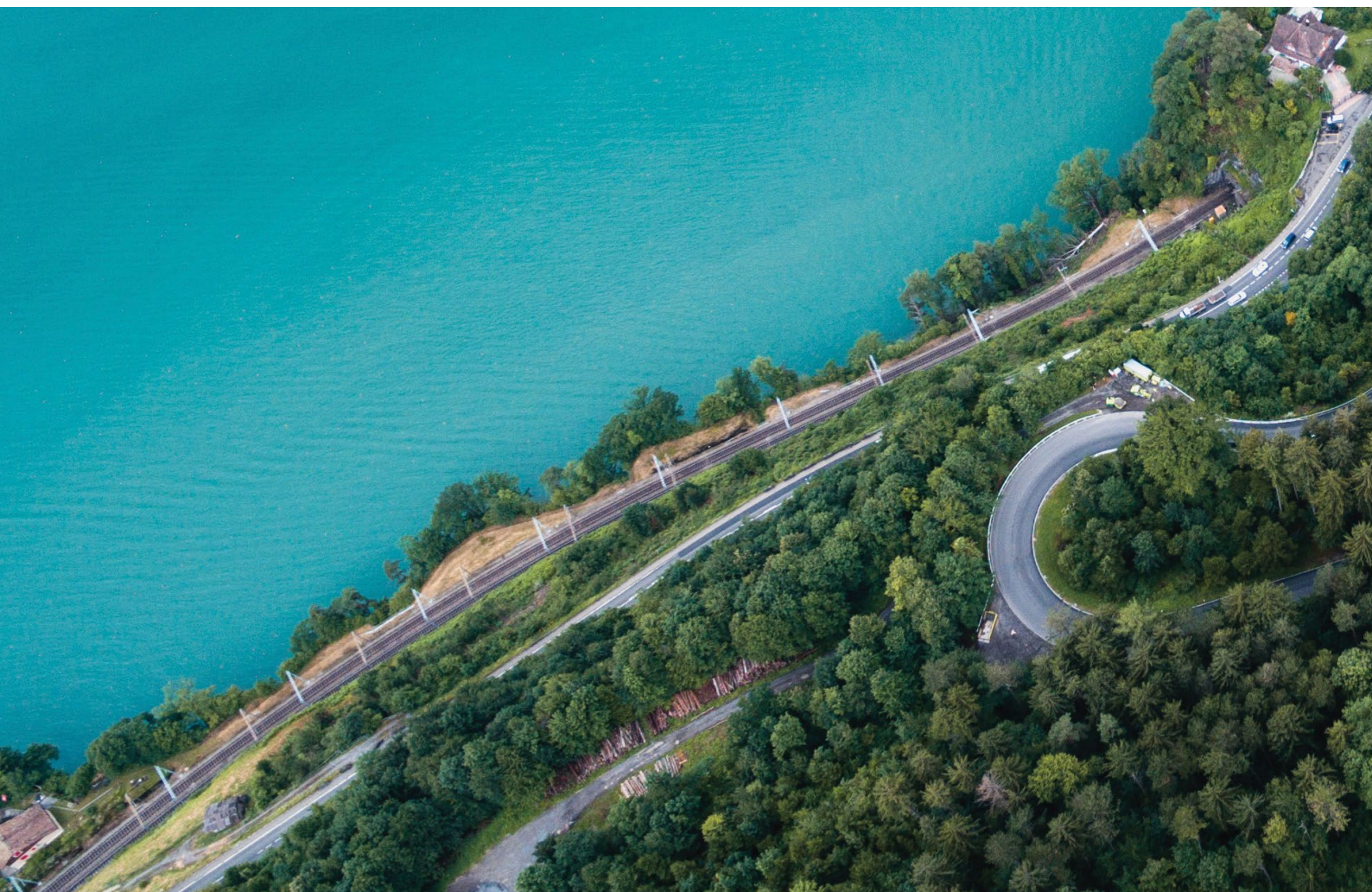
Nell'omologare un ricorso avente ad oggetto accordi di ristrutturazione dei debiti con transazione fiscale contemplante il pagamento del 2% del debito verso l'Agenzia delle Entrate, rappresentante il 99% della debitoria complessiva, il Tribunale, stante la mancata adesione alla proposta da parte dell'Amministrazione Fiscale, decisiva ai fini del raggiungimento della percentuale del 60% prevista dall'art. 182-bis, co. 1, della Legge Fallimentare, ha evidenziato come dal testo degli artt. 180, 182-bis e 182-ter della Legge Fallimentare si evinca la **prevalenza**, con riferimento all'istituto della transazione fiscale, **dell'interesse concorsuale su quello tributario**, senza che assuma rilievo, invece, la natura giuridica delle obbligazioni oggetto dei crediti. A tal proposito il Tribunale ha richiamato l'ordinanza n. 8504/2021 con la quale le Sezioni Unite hanno rimarcato la *ratio* della nuova transazione fiscale, da

ricercare non solo nell'interesse fiscale bensì nell'interesse concorsuale, che rappresenta la ragione fondativa delle procedure concorsuali, ormai sempre più finalizzate alla conservazione dei valori aziendali.

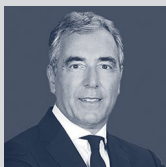
“Conseguentemente”, ha concluso il tribunale, “nella prospettiva dell'equilibrio tra i due interessi, la discrezionalità riconosciuta all'amministrazione finanziaria è bilanciata dal potere di riformare il rigetto della proposta transattiva assegnato al Giudice ordinario fallimentare”. In definitiva, le condizioni richieste affinché il Tribunale possa intervenire sono due: (i) il consenso dell'Eriario e degli enti previdenziali sia decisivo ai fini del raggiungimento della percentuale del 60% dei creditori aderenti (percentuale minima richiesta dalla legge affinché l'accordo di ristrutturazione possa essere omologato) e (ii) che la

proposta rivolta al Fisco e agli Enti Previdenziali sia più conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria. Ciò deve risultare anche dalla relazione dell'attestatore.

Nella fattispecie posta al suo esame il Tribunale ha ritenuto di esprimere un positivo giudizio di convenienza sulla proposta di transazione fiscale della debitrice avendo la stessa *“dato prova, nella relazione dell'asseveratore, del fatto che, nello scenario fallimentare, l'Eriario otterrebbe una minore soddisfazione del proprio credito rispetto a quanto offerto nell'ambito dell'accordo di ristrutturazione della proposta ex art. 182-ter LF allo stesso collegata, grazie al decisivo apporto finanziario costituito dalla finanza esterna (...) insussistente in caso di apertura del diverso scenario liquidatorio giudiziale”.* A nulla rilevando la percentuale di soddisfazione effettivamente offerta.



“Corporate Governance: il “nuovo” successo sostenibile nelle relazioni sul governo societario



Dino Dima
Partner – Corporate
Co-Head of Corporate Finance



Stefano Montalbetti
Lawyer – Corporate



Andrea Ferrara Fierro
Lawyer – Corporate

Dall'analisi delle relazioni sul governo societario pubblicate nel corso del 2022 è possibile, per la prima volta, constatare come le società quotate italiane abbiano nel concreto declinato la principale innovazione introdotta dal nuovo Codice di Corporate Governance, in adozione dall'esercizio 2021, ossia il c.d. “successo sostenibile”.

L'introduzione del concetto di successo sostenibile, come principio guida dell'organo amministrativo nel perseguimento degli obiettivi aziendali, intendeva stimolare le società quotate ad adottare strategie sempre più orientate alla sostenibilità dell'attività d'impresa nel lungo periodo.

Per tale ragione, quanto contenuto nelle ultime relazioni sul governo societario fornisce un riscontro rilevante sulla direzione intrapresa dalle grandi imprese italiane e registra un cambio di passo verso il modello di crescita sostenibile, da tempo al centro dell'agenda delle istituzioni europee e nazionali.



Il concetto di sostenibilità si è infatti profondamente rinnovato rispetto a quello tradizionalmente percepito dai più come indice dell'impatto (negativo) che le aziende potevano avere sull'ecosistema, riaffermandosi in un'accezione notevolmente più ampia. La sostenibilità non riguarda più unicamente singoli aspetti ambientali quali, ad esempio, l'adozione di politiche volte alla riduzione dell'impatto delle imprese sull'ambiente ovvero l'utilizzo di materiali non inquinanti, ma l'adozione di un sistema di creazione di valore a più ampio spettro che tenga conto del benessere sociale e ambientale nel suo complesso. In tal senso, per quanto riguarda le società quotate, il rinnovato e più ampio concetto di sostenibilità, affiancandosi a quello di successo di impresa, comporta l'adozione di una strategia per la creazione di valore che tenga

conto anche di interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti come ad esempio la possibilità di rendere più partecipi gli *stakeholder* nella vita della società in modo da tener conto dei loro interessi nei processi decisionali aziendali o di prevedere politiche che tengano maggiormente in considerazione gli interessi dei lavoratori.

In tale direzione si erano già mosse la Direttiva sulle Informazioni non Finanziarie (2014/95) (NFRD), attuata in Italia dal Decreto Legislativo 30 dicembre 2016 n. 254, con la quale veniva introdotto l'obbligo di rendicontazione dell'impatto ambientale e sociale per le grandi imprese europee, nonché la Direttiva sui diritti degli azionisti (2017/828/UE), richiedendo alle società di definire politiche di remunerazione che contribuissero agli interessi a lungo termine

e alla sostenibilità delle stesse.

Prima ancora, la disciplina europea sull'OPA (2004/25/CE), in occasione di cambi di controllo, aveva già previsto di tenere in considerazione anche gli interessi dei dipendenti oltre a quelli degli azionisti.

Coerentemente con il quadro europeo di riferimento, anche il Codice di Corporate Governance, emanato nel gennaio 2020, nel rimarcare gli elementi fondamentali di una buona *governance*, così come la rilevanza del rapporto con gli *stakeholder* nel processo di creazione di valore dell'impresa, codificava la necessità per l'organo amministrativo di orientare l'attività d'impresa al perseguimento del successo sostenibile, definito dal Codice quale *"obiettivo [...] che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi*



degli altri stakeholder rilevanti per la società"; in questo modo, allineando le regole di autodisciplina delle società quotate in Italia a quelle vigenti in Francia e nel Regno Unito.

Da ultimo, a rafforzare gli obblighi informativi, è entrata in vigore lo scorso 5 gennaio 2023 la Direttiva "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD), in sostituzione della NFRD, con l'intento di garantire un ampliamento della platea dei soggetti tenuti alla rendicontazione delle informazioni non finanziarie. La citata direttiva oltre a prevedere per le imprese l'obbligo di produrre dei cd. "sustainability report" che riflettano i dati di incidenza dell'impresa «sulle questioni di sostenibilità» e il modo in cui queste influiscono sull'andamento della stessa, fa un ulteriore sforzo necessario: precisa come tali report debbano essere predisposti e ne impone la diffusione tramite inclusione in un'apposita sezione della relazione sulla gestione.

A livello internazionale è interessante osservare come alcuni Paesi siano stati lungimiranti nell'anticipare le varie legislazioni europee, introducendo già nei primi anni 2000 delle misure volte al perseguimento degli interessi degli azionisti con un orientamento a lungo termine, promuovendo la crescita sostenibile. Si pensi, ad esempio, al caso del Regno Unito, dove fin dal 2006 è stato modificato uno dei principi cardine del *Companies Act*, che imponeva agli amministratori di agire nel migliore interesse della società, ampliando la disposizione a favore di un dovere degli amministratori stessi di agire nel modo che ritengano più idoneo per il perseguimento del successo della società a beneficio dell'insieme dei suoi membri, tenendo in considerazione gli interessi degli *stakeholders*.

In tale contesto, il Codice introduce come principio guida, per l'organo amministrativo, il perseguimento di un successo che sia anche sostenibile nel lungo periodo, condizionando a ciò anche la politica di remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del *top management*; ciò con l'ottica di arginare la tendenza delle società a massimizzare nel breve periodo il valore degli azionisti favorendo rendimenti a breve termine rispetto alla creazione di valore nel lungo periodo.

Anche gli obiettivi di *performance* degli amministratori e del *top management*, cui è legata la componente variabile della remunerazione, dovranno essere quindi finalizzati alla promozione del successo sostenibile.



Nondimeno, il Codice prevede che la contribuzione al successo sostenibile della società non sia demandata solo all'organo amministrativo e al *top management*, ma entri a far parte dell'intero sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, ossia all'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi della società.


Sotto il profilo della *Corporate Governance*, secondo uno studio effettuato da Assonime, per prevedere un possibile intervento sui doveri fiduciari degli amministratori, nell'ottica di promuovere la sostenibilità, sono ipotizzabili due alternative: (i) inserire nell'oggetto sociale previsto dallo statuto anche il perseguimento dello sviluppo sostenibile tra le finalità a cui l'attività degli amministratori deve tendere. Così facendo verrebbe ampliato lo stesso interesse e scopo sociale dell'impresa in modo vincolante per l'organo amministrativo, in maniera simile a quanto avvenuto in Italia con l'introduzione delle c.d. "Società Benefit" tramite la Legge n. 208 del 28 dicembre 2015; (ii) prevedere la cura dei profili di sostenibilità tra gli obblighi di comportamento degli amministratori, anche tramite il conferimento di nuovi poteri e responsabilità. Così operando, il perseguimento di questi obiettivi diverrebbe un criterio su cui valutare l'operato e la diligenza degli amministratori, senza tuttavia modificare lo scopo della società che rimarrebbe quello tipico del perseguimento di utili da distribuire ai soci. Assonime propende per la seconda soluzione, recepita anche nel nuovo Codice in coerenza con la politica di lasciare alla volontaria adesione a raccomandazioni e prassi (c.d. *soft law*) la disciplina sulla

regole di *governance* dell'impresa. In alcuni casi, tuttavia, come ad esempio quello di SNAM S.p.A., le prospettate soluzioni sono state anche adottate congiuntamente.

Come peraltro già attestato anche dalla Relazione 2021 sull'evoluzione delle regole sul governo societario delle società quotate del Comitato Italiano Corporate Governance, gli amministratori valutano con interesse l'istituzione di comitati *ad hoc* volti al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità (*i.e.*, i comitati di sostenibilità). In alcuni casi, invece, gli amministratori hanno preferito attribuire tale compito a comitati preesistenti quale, per esempio, il comitato per il controllo rischi.

Sebbene il Codice da un lato, valorizzi la discrezionalità dell'organo amministrativo nel delineare *"il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività dell'impresa e al perseguimento delle sue strategie, tenendo conto degli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento[...]"*, dall'altro sembra prediligere l'adozione di un modello organizzativo che garantisca una ripartizione delle competenze non limitata alla delega di compiti esecutivi, ma estesa al decentramento delle diverse funzioni. In tal senso, l'articolo 3 del Codice, relativo al funzionamento del consiglio di amministrazione, prevede che l'organo amministrativo deve *"assicura[re] una adeguata ripartizione interna delle proprie funzioni e istitu[re] comitati consiliari con funzioni istruttorie, propositive e consultive."*





Ciò che emerge, infatti, è che l'istituzione di comitati *ad hoc* porti a risultati di maggiore rilevanza ed efficienza, in quanto tali comitati comportano la creazione di un gruppo ristretto di esperti che, mettendo in campo la propria professionalità, esperienza e conoscenza, saranno in grado far fronte alle mansioni riguardanti i vari temi in esame. Per tale motivo, non sembrerebbe auspicabile la scelta di conferire a comitati già esistenti l'incarico di perseguire il successo sostenibile che porterebbe, nella maggior parte dei casi, a un sovraccarico del comitato stesso che si vedrebbe operato di incarichi e rischierebbe di perdere di vista l'obiettivo finale.

Inoltre, la costituzione di comitati *ad hoc* sembra essere vista con favore anche da parte dei grandi fondi di investimento italiani e stranieri che, da un lato, sono sempre più orientati ad investire seguendo criteri di sostenibilità e, dall'altro, tendono a preferire società con una *governance* chiara e ben definita anche su tali tematiche, come fattore decisionale per investire nelle stesse. In tal senso, nel 2020, ad esempio, il fondatore e presidente di uno dei fondi di investimento più grandi del mondo ha annunciato alle 2.700 imprese partecipate l'espressione del voto contrario in seno agli organi amministrativi e assembleari di quelle società i cui *business plan* non contemplino investimenti per la sostenibilità ambientale: una presa di posizione particolarmente autorevole che ha facilitato impegni concreti, in tempi stabiliti e con strumenti definiti. D'altro canto, anche gli stessi fondi di investimento sono spesso valutati secondo un sistema di rating di sostenibilità (c.d. Rating ESG), che intende valutare (e certificare) la

solidità di un fondo, ma anche di un emittente o di un titolo, dal punto di vista degli aspetti ambientali, sociali e di governance. In aggiunta, per detta tipologia di operatori al perseguimento da parte dei gestori di una politica di investimento che tenga conto (anche) dei fattori c.d. “ESG” seguono spesso importanti benefici reputazionali.

In particolare, la costituzione di un comitato di sostenibilità composto da personalità dotate di esperienza e professionalità nel settore, che possa stimolare concretamente l'impresa nel perseguire il successo sostenibile, dovrebbe portare a una collaborazione attiva con gli altri comitati endoconsiliari, al fine di declinare gli obiettivi di sostenibilità che permeano l'intera attività gestoria e che rivestono un ruolo sempre più rilevante nella definizione del concetto di buona *governance*.

In tal senso, sebbene anche in Italia gli obiettivi di perseguimento dello sviluppo sostenibile abbiano assunto un rilievo sempre crescente in ambito giuridico, con particolare attenzione al settore societario, iniziando a produrre specifici impatti sull'attività d'impresa e sull'operato degli organi gestori, il quadro normativo sui temi in esame risulta ancora in continua evoluzione. Per tale ragione, nell'adozione di strategie di sostenibilità da parte delle società, è di fondamentale importanza per le stesse valutare e attuare costanti aggiornamenti e riadattamenti, nel rispetto degli obblighi normativi e delle *best practice* internazionali, ma cercando di calarli nel concreto del rispettivo *business* e processi decisionali; ciò per evitare di avalorare le tesi di quei (pur autorevoli) autori che ritengono - in una prospettiva forse eccessivamente formalistica - gli attuali obblighi normativi in materia di sostenibilità al pari di formule con

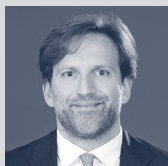
poco mordente, che non forniscono una reale guida ex-ante all'operato degli amministratori, nè possono essere invocate per valutare ex-post le decisioni o l'adempimento dei loro doveri.

Tuttavia, soltanto un limitato numero di aziende sta mutando il proprio approccio affinché sia strutturalmente volto alla sostenibilità, mentre altre svolgono ancora singole iniziative sostenibili senza l'adozione di una strategia di sostenibilità a monte che passi anche per chiare scelte di *Corporate Governance*.

Sarebbe, quindi, opportuno continuare a valorizzare l'importanza del tema della sostenibilità nelle scelte di *Corporate Governance*, attesi i benefici che le imprese potrebbero trarne da una gestione oculata della propria organizzazione interna.



L'aggiornamento 2023 del framework LMA (*Loan Market Association*) per le “green facilities”: i nuovi *Green Loan Principle (GLP)* 2023¹.



Giampiero Priori

Partner – Finance, Projects and Restructuring



Valerio Cellentani

Lawyer – Finance, Projects and Restructuring

Nell'ormai lontano 2007, la Banca Europea degli Investimenti (BEI) emetteva il primo “green bond” al mondo e, da allora, la finanza c.d. “sostenibile” sarebbe progressivamente diventata uno degli strumenti per la lotta al cambiamento climatico e quindi oggetto di sempre maggiore attenzione da parte delle autorità e delle principali associazioni rappresentative dei *player* di mercato.

Se inizialmente le operazioni di finanza sostenibile erano implementate in via prevalente mediante lo strumento del “*green bond*” (*i.e.* emissioni obbligazionarie), a partire dal 2013² il mercato dei c.d. “*green loan*”, (*i.e.* finanziamenti impiegati per supportare le esigenze legate a progetti con un positivo impatto ambientale) ha conosciuto una crescita significativa. Si è passato infatti da circa 11,4 USDbn di *loan origination* nel 2013 a circa 88,7 USDbn nel 2021.

Nel 2018, al fine di fissare dei principi per salvaguardare e supportare la crescita di tale mercato, – data la sua esponenziale importanza e anche sulla scorta della precedente esperienza dei *green bond principle* dell'ICMA (*standard* più comunemente utilizzato nella prassi per il mercato del capitale di debito obbligazionario) – l'LMA (primaria associazione internazionale di riferimento per gli operatori del mercato finanziario internazionale (banche, fondi, studi legali, etc.)), congiuntamente alla Loan Syndications and Trading Association (LSTA) e alla Asia Pacific Loan Market Association (APLMA) pubblica la prima versione dei c.d. “green loan principle” (GLP).

I GLP sono, in estrema sintesi, autorevoli raccomandazioni di *soft law* sviluppati intorno a quattro aree chiave (i c.d. “*Core Components*”), ovvero:

- 1) **Utilizzo dei proventi del finanziamento** (“*Use of Proceeds*”);
- 2) **Processo di valutazione e selezione** (“*Process for Evaluation and Selection*”);
- 3) **Gestione dei proventi** (“*Management of Proceeds*”);
- 4) **Rendicontazione** (“*Reporting*”).

Seppure non costituiscano principi normativamente vincolanti, i GLP vengono ampiamente utilizzati su base volontaria in quanto frutto dell'elaborazione effettuata, oltretutto dai rappresentanti delle principali “*leading financial institutions*”, anche da quelli delle “*law firms active in global loan market*”.

A partire dalla loro prima pubblicazione nel 2018, i GLP sono stati oggetto di revisioni e aggiornamenti negli anni successivi, volti a dar conto della (e supportare la) crescita e lo sviluppo del mercato dei *green loan*.

¹ Il presente articolo costituisce una breve introduzione ai principali cambiamenti apportati ai GLP 2023 e dovrebbe essere letto in congiunzione con quest'ultimi e con le relative *guidance*, disponibili nell'area riservata del sito internet della *Loan Market Association*.

² LMA, *Sustainable Finance The difficult questions ahead*, February 2022

Ciò nell'ottica anche di evitare, come la stessa LMA nota nel summary of changes pubblicato sul sito dell'Associazione il 29 marzo 2023 "any potential arbitrage across loan and bond products" potenzialmente derivante da disallineamenti nell'aggiornamento dei green bond principle rispetto ai GLP.

L'ultimo aggiornamento rispetto alla precedente versione del 2021 (GLP 2021) è stato pubblicato da LMA, LSTA e ALPMA il 23 febbraio 2023 (GLP 2023).

Il presente contributo è volto quindi ad illustrare ed esaminare alcuni dei principali cambiamenti apportati ai GLP 2023 rispetto ai GLP 2021.

Nonostante ad una prima analisi le modifiche appaiano limitate, i cambiamenti sono numerosi e talvolta implicano veri e propri cambi di prospettiva.

Nei GLP 2023 viene anzitutto precisata la "disciplina transitoria" rispetto all'applicazione delle diverse versioni dei GLP: i GLP 2023 troveranno applicazione a decorrere dal 9 marzo 2023 incluso (e quindi, già alla data di lettura del presente articolo). A decorrere da tale data, solo le operazioni di finanziamento (per tale intendendosi sia i nuovi finanziamenti, sia i rifinanziamenti, sia l'estensione di finanziamenti, anche "green", preesistenti a tale data) perfezionate in conformità con i GLP 2023, avranno la nomenclatura di green loan.

I GLP 2023 non troveranno invece applicazione alle operazioni anteriori al 9 marzo 2023 che, quindi, anche ai fini della relativa classificazione come green loan,

saranno disciplinate dai GLP 2021 (o, *mutatis mutandis*, dalla differente versione dei GLP applicabile *rationae temporis*).

Inoltre, scompaiono nei GLP 2023 i riferimenti ai "Green Bond Principle" dell'ICMA. I GLP 2021 facevano infatti espresso riferimento (soprattutto per quanto concerne le categorie di progetti "green" ammissibili) ai principi ICMA ivi richiamati, in quanto espressione di principi di finanza sostenibile flessibili e adattabili anche ai loan e fonte di ispirazione per i primi GLP. **Nei GLP 2023 invece, comprensibilmente** – sia in ragione della diversità di prodotto che di mercato – **tali riferimenti scompaiono sia nell'incipit che nel box relativo ad uno dei "four component" (quello denominato "Use of Proceeds"). Viene così sancita l'autonomia del framework dettato dai GLP 2023 nel mercato dei green loan.** Ciò, da un punto di vista pratico, sembra essere di particolare rilevanza in caso di incertezze applicative o interpretative dei GLP, dato che questi sono da considerarsi ora un documento "stand alone" restringendosi il ruolo dei green bond principles quale documento suppletivo.

Dal punto di vista dell'ambito di applicazione oggettivo dei GLP 2023, l'applicabilità dei GLP 2023 viene estesa non solo ai finanziamenti per cassa, ma anche a quelli per firma e al credito documentario ("contingent facilities such as bonding lines, guarantee lines or letters of credit"), sicché l'uso del termine "green loan" diventa quasi riduttivo, mentre potrebbe più correttamente parlarsi di "green facilities principles".

La modifica tiene evidentemente conto del diffondersi sul mercato del debito di prodotti di credito di firma (quali, sul mercato italiano, le Garanzie Green emesse da SACE S.p.A.), stand alone o ancillari a finanziamenti per cassa, finalizzati e strutturati rispetto al sostegno finanziario di progetti "green".

Con riferimento al **primo "core component"**, i.e. la necessaria destinazione dei proventi del finanziamento a "Green Projects", **i GLP 2023 chiariscono le regole di classificazione di una linea di credito come "green" in presenza di benefici misti sociali e ambientali, al fine di fornire un criterio discrezionale tra "green loan" e "social loan". Viene precisato che in caso di progetti rilevanti sia da un punto di vista ambientale che sociale** (overosia, nel linguaggio dei GLP 2023, di progetti green che "may also have social co-benefits"), **la classificazione finale dell'operazione finanziaria come "Green Loan" (o meno) dovrà essere determinata dal prestatore sulla base dell'obiettivo prevalente** del progetto finanziato. I GLP 2023 non specificano i criteri per stabilire la prevalenza. A tal riguardo, se il criterio più facilmente ipotizzabile per i loan, potrebbe essere quello dell'allocazione prevalente, in termini quantitativi, dei proventi del finanziamento, esso non appare tuttavia in linea con le guidelines ai GLP 2023³, né coglie le peculiarità derivanti dall'estensione dei GLP alle linee di firma e il focus dei GLP sugli "obiettivi". Seppure gli stessi GLP 2023 precisino che le procedure dovranno essere in concreto delineate dal singolo operatore/intermediario (evidentemente anche in base al contesto normativo

³ Cfr. pagina 5 del documento denominato "Guidance on Green Loan Principles", disponibile sul sito LMA.

e regolamentare di riferimento) l'implementazione del criterio sembra più correttamente presupporre l'identificazione e quantificazione degli impatti del progetto finanziato e, a prescindere dall'allocatione quantitativa della linea di credito, laddove questi siano prevalentemente collegati a benefici di natura ambientale, il *loan* (o *guarantee*) sarà qualificabile come *green loan*. Laddove, viceversa, i benefici del progetto siano prevalentemente di natura sociale, si tratterà di *social loan*.

Riguardo invece al **secondo e quarto "core component"**, che riguardano il *reporting*, nonché la selezione e valutazione dei progetti *green* e i correlati requisiti di trasparenza, completezza e accuratezza delle informazioni che il prenditore di un *green loan* è tenuto ad assicurare ai suoi *stakeholders*, i GLP 2023 (così come i GLP 2021) prescrivono che il prenditore assicuri un'adeguata (*appropriate*) descrizione del progetto *green* finanziato. Tuttavia, mentre nei GLP 2021 la descrizione del progetto doveva necessariamente essere contenuta nei documenti finanziari e nei *marketing material* (*pitch*, *term sheet*, etc.), nei GLP 2023 viene altresì menzionato il c.d. "*green loan framework*" come modalità per assicurare la trasparenza della natura *green* del finanziamento. Tale termine, sebbene non ulteriormente declinato nei GLP 2023, si riferisce alla prassi

adottata da molte società nazionali ed internazionali, tipicamente molto strutturate, che, anche in ottica di assicurare continuità e coerenza tra le varie iniziative di finanza sostenibile tempo per tempo messe in atto, elaborano un documento complessivo (un *framework*, appunto, talvolta corredato anche da *second party opinion*) volto a definire, tra l'altro, gli obiettivi ambientali che si intendono raggiungere tramite l'operazione finanziaria, il processo di individuazione dei progetti, una descrizione delle macro-categorie di progetti da finanziare o rifinanziare, la metodologia usata per calcolare l'impatto dell'iniziativa.

I GLP 2023 inoltre specificano che l'impiego dei proventi della linea dovrà essere attestato dal prenditore attraverso specifiche procedure interne (i GLP 2023 parlano di "*formal internal process*"), con obbligo di tenere informato il soggetto finanziatore delle porzioni di linea non ancora effettivamente allocate rispetto al progetto.

Viene inoltre fatto specifico riferimento alle iniziative nazionali ed internazionali inerenti a tassonomie e nomenclature come strumenti di supporto per le valutazioni in ordine alla natura *green* o meno di un progetto da parte dei prenditori (così come della valutazione di *eligibility* ai fini dei GLP 2023 da parte dei finanziatori), rimandando comunque

alla discrezionalità di ciascun soggetto l'opportunità di allinearsi o meno a tali *standard*, che gli stessi GLP 2023 ammettono essere "*in various stages of development*". Discrezionalità che, evidentemente, sarà condizionata dal contesto normativo di riferimento del prenditore e intermediario (si consideri per esempio che, nell'Unione Europea, la tassonomia applicabile è stata introdotta con atto avente forza di legge, i.e. il c.d. "Regolamento Tassonomia" (Regolamento (UE) 2020/852, che, unitamente ai relativi Regolamenti delegati, costituisce il riferimento normativamente obbligato a livello europeo per la disciplina della tassonomia ambientale⁴).

In tale contesto, l'"allineamento" del progetto finanziato rispetto alle tassonomie prescelte è un'informazione specificatamente richiesta dal Box n. 2 dei GLP 2023; viene richiesta inoltre anche la "*disclosure*" delle procedure poste in essere per identificare e mitigare noti o potenziali rischi sociali o ambientali connessi con il progetto, codificando così il requisito (presente anche nel Regolamento Tassonomia) del "*Do Not Significant Harm*".

Al fine poi di meglio esaminare la conformità della relativa operazione di finanziamento con i GLP 2023 questi prevedono la c.d. "*external review*", ovvero la verifica mediante dichiarazione

4. Il Regolamento Tassonomia, pur corposo, non esaurisce infatti la copiosa legislazione europea in materia, essendo affiancato da numerosi regolamenti attuativi emanati dalla Commissione in forza della delega contenuta nel Regolamento Tassonomia. In questo novero di fonti secondarie, peraltro ancora in via di completamento, si segnalano, tra i principali (1) il Regolamento Delegato 2021/2139 del 4 giugno 2021, che fissa 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; e (2) il Regolamento Delegato (UE) 2022/1214 del 9 marzo 2022 che, tra l'altro, modifica il regolamento delegato (UE) 2021/2139 includendo, a stringenti condizioni, talune attività nei settori gas e nucleare tra quelle contemplate nel Regolamento Tassonomia.

Per completezza, dal 5 aprile 2023 e fino al prossimo 3 maggio 2023, è stata posta in consultazione la nuova proposta di regolamento delegato di definizione dei 4 obiettivi ambientali di completamento della disciplina della Tassonomia ambientale, recante i criteri tecnici di selezione per determinare le condizioni alle quali un'attività economica può contribuire in modo sostanziale a uno o più dei seguenti obiettivi ambientali (i) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, (ii) transizione verso un'economia circolare; (iii) prevenzione e alla riduzione dell'inquinamento, (iv) protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Il regolamento specificherà altresì specifica altresì i criteri per determinare se tali attività economiche causano danni significativi a uno qualsiasi degli altri obiettivi ambientali.

del prestatore (a condizione che questo disponga, al suo interno dell'expertise necessaria a tali verifiche) o, alternativamente, laddove appropriata (e quindi, ragionando a contrario, per esempio, laddove il prestatore non abbia da solo le competenze a tal fine necessarie), la nomina di un esperto esterno che certifichi detta conformità. Ai fini della revisione, i GLP 2023 fanno ora espresso riferimento, quale supporto sia per la review "interna" che per quella "esterna", a specifiche linee guida in materia (le "Guidelines for Green, Social and Sustainability-Linked Loans External Reviews") che contengono raccomandazioni in tema di trasparenza e verifiche di conformità ai GLP 2023 indirizzate a tutti gli attori del mercato (prestatori, finanziatori ed esperti terzi).

Con riguardo invece al **terzo "core component"**, relativo alla gestione degli ammontari a valore del finanziamento (*proceeds*), si segnala il mantenimento in termini

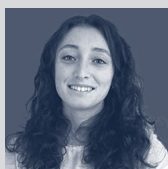
generali nei GLP 2023 dei requisiti (i) del necessario accredito dei proventi del finanziamento su un conto dedicato (*separate account*) e (ii) della designazione specifica, in caso di finanziamenti multi-*tranche* con solo una delle *tranche* avente carattere di "*green loan*", della *tranche green*. A ben vedere, tali principi, volti senza dubbio a supportare il prestatore nella dimostrazione della *compliance* con i GLP 2023 e a tutelare i finanziatori sul fatto che, data la natura infungibile del numerario, i proventi del finanziamento vengano effettivamente utilizzati per gli scopi dichiarati (ovverosia per finanziare il progetto sostenibile sottostante), si rivelano di non facile applicazione, data l'assenza di meccaniche di erogazione, alle linee di credito di firma.

Alla luce di quanto sopra, i GLP 2023, specialmente sotto il profilo dell'ambito di applicazione oggettivo con l'estensione dei GLP anche alle linee di credito di firma, costituiscono senza dubbio

un significativo passo avanti nel supporto alla crescita della finanza sostenibile e nella standardizzazione e sviluppo di un mercato in crescita (ovverosia quello delle linee di credito "*green*"). Ciononostante, sebbene i GLP in qualche modo assumano l'applicazione al credito di firma, *mutatis mutandis*, potrebbe essere opportuno, magari in una futura revisione dei GLP 2023, anche tenuto conto della prassi in corso di sviluppo, integrare i GLP (e/o le relative *guidelines*) con maggiori indicazioni in ordine al loro rispetto e, in particolare, con specifico riferimento all'applicazione dei "*core components*" alle linee di credito per firma e alle altre forme di *contingent facility* per tenere conto delle loro peculiarità (così come peraltro già fatto con l'*Appendix 1* inerente le peculiarità applicative per la specifica tipologia di linee di credito per cassa rotative (*Revolving Credit Facilities*)).



Il “greenwashing” tra giurisprudenza di merito e prospettive europee di riforma



Silvia Motta

Lawyer – Finance, Projects and Restructuring



Edoardo Astolfi

Trainee Lawyer – Finance, Projects and Restructuring

Nel 1986 un ambientalista americano di nome Jay Westerveld utilizzò il termine *greenwashing* per definire “ingannevole” l’atteggiamento di un hotel che limitava il lavaggio di biancheria, adducendo come motivazione il minor impatto ambientale, celando di fatto l’esclusivo vantaggio economico che ne traeva.

Il *greenwashing* (neologismo derivante dalle parole *green* e *whitewash*) viene nell’immaginario collettivo descritto come una tecnica di comunicazione *marketing* che ha lo scopo di sfruttare la sempre più elevata attenzione dei consumatori all’acquisto di prodotti a basso impatto ambientale (o che comportino benefici sociali) senza che le azioni poste in essere dall’impresa abbiano effettivamente impatti positivi.

Tale pratica, che da un lato arricchisce le imprese che se ne avvalgono, in termini di fatturato e di immagine, dall’altro può produrre un effetto dannoso sia nei confronti dei consumatori sia verso le imprese che concorrono nello stesso settore. Emerge, infatti, che

i consumatori, in talune condizioni e mercati, sembrano essere più avvezzi all’acquisto di prodotti a minor impatto ambientale, seppur più costosi.

Nonostante il recente e crescente interesse suscitato dal fenomeno del *greenwashing*, lo stesso non è stato ancora oggetto di specifica attenzione del legislatore nazionale. In questo quadro, diviene significativa l’ordinanza del Tribunale di Gorizia emessa in data 26 novembre 2021, che, per la prima volta, ha inquadrato il fenomeno del *greenwashing* nell’ambito di un atto di concorrenza sleale ex art. 2598, primo comma, n. 3) cod.civ.

Nel caso sottoposto al Tribunale di Gorizia, una società ha agito in giudizio nei confronti di un suo *competitor*, al fine di tutelare la propria posizione all’interno del mercato a seguito della divulgazione da parte del resistente di una serie di messaggi pubblicitari evocativi di benefici di carattere ambientale ed ecologico dei beni dallo stesso commercializzati, sostenendo che tali comunicazioni commerciali non fossero veritiere e, in ogni caso, non

fossero basate su dati verificabili e scientificamente apprezzabili.

La pronuncia è scaturita da un’azione cautelare in cui il ricorrente ha domandato al Tribunale *de quo*, tra l’altro, l’inibitoria con effetto immediato della resistente dalla diffusione, in via diretta o indiretta, dei messaggi pubblicitari diffusi e ritenuti oggetto di *greenwashing* nella misura in cui, a detta del resistente, avrebbero veicolato benefici ambientali legati all’adozione di un determinato prodotto non veritieri.

Il Tribunale di Gorizia ha quindi proceduto ad un’attenta analisi della normativa vigente in materia di pubblicità ingannevole e, in particolare, di concorrenza sleale. A tal proposito, il Tribunale ha ricordato che la base giuridica della disciplina della concorrenza sleale e della pubblicità ingannevole si fonda nella esigenza di tutela dei consumatori, che è specificatamente prevista dalla normativa primaria dell’Unione Europea, ivi inclusi, tra gli altri, gli articoli 169 e 12 del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea e l’articolo 38 della Carta dei Diritti Fondamentali dell’Unione europea. Infatti, ai sensi dell’articolo 169 del Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea “*al fine di promuovere gli interessi dei consumatori ed assicurare un livello elevato di protezione dei*

consumatori, l'Unione contribuisce a tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori nonché a promuovere il loro diritto all'informazione, all'educazione e all'organizzazione per la salvaguardia dei propri interessi", allo stesso modo, l'articolo 12 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea prevede che nel definire ed attuare altre politiche o attività l'Unione Europea debba sempre tenere in considerazione le esigenze connesse alla tutela dei consumatori; da ultimo l'articolo 38 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea che nelle politiche europee debba essere sempre garantito il massimo livello di protezione degli individui.

La citata normativa è stata attuata in Italia, con precipuo riferimento alla pubblicità ingannevole, dal D.Lgs. 145/07, varato in attuazione dell'articolo 14 della Direttiva 2005/29/CE. Per quanto concerne il D.Lgs. 145/07, ai sensi dell'articolo 2, lettera b), viene definito ingannevole qualunque messaggio promozionale che in qualsiasi modo, compresa la sua presentazione, possa indurre in errore i soggetti a cui è rivolta, alterando in maniera diretta e in modo apprezzabile l'atteggiamento economico degli stessi, portandoli a prendere decisioni commerciali e ad assumere comportamenti che, altrimenti, non avrebbero assunto o avrebbero assunto con contorni diversi anche a danno delle imprese concorrenti.

Nel prevedere una definizione di pubblicità ingannevole, il D.Lgs. 145/07 non disciplina altresì specificamente la pubblicità "ambientale" ingannevole; pertanto, nel tentativo di trovare dei parametri per valutare la fondatezza delle pretese attoree, il Tribunale ha preso a riferimento l'articolo

12 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale rubricato "Tutela dell'ambiente naturale", ai sensi del quale qualunque comunicazione commerciale che evochi o dichiari benefici di carattere ambientale o ecologico (i) deve basarsi su dati veritieri, pertinenti e scientificamente verificabili e (ii) deve consentire a chiunque sia destinata di comprendere chiaramente a quale aspetto del prodotto o dell'attività pubblicizzata i benefici vantati si riferiscono. Quanto all'allocazione dell'onere della prova, il Tribunale ha poi invocato l'articolo 6 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale ai sensi del quale l'inserzionista che decida di avvalersi della comunicazione deve essere in grado di dimostrare "la veridicità dei dati, delle descrizioni, affermazioni, illustrazioni e la consistenza delle testimonianze usate."

Il Tribunale di Gorizia ha accolto le domande del ricorrente per aver il resistente evocato benefici circa l'impatto ambientale dei propri prodotti nelle proprie comunicazioni commerciali in modo del tutto generico e senza essere in grado di provarne il fondamento scientifico. Infatti, il Tribunale ha ritenuto che i messaggi pubblicitari oggetto di giudizio fossero in alcuni casi "molto generici" e quindi idonei a creare "nel consumatore un'immagine green dell'azienda senza peraltro dar conto effettivamente di quali siano le politiche aziendali che consentono un maggior rispetto dell'ambiente e riducano fattivamente l'impatto che la produzione e commercializzazione di un tessuto di derivazione petrolifera possano determinare in senso positivo sull'ambiente e sul suo rispetto" e che "l'informazione non risulta allo stato verificata e verificabile atteso che,

come correttamente evidenziato dalla difesa di parte ricorrente, nell'EPD (omissis) S.r.l. asserisce che l'azienda sta ricercando tecnologie idonee a rendere il prodotto riciclabile nella sua totalità e che tale tecnologia al momento non è stata ancora decodificata e resa applicabile".

In estrema sintesi, applicando la normativa in materia di pubblicità ingannevole, nonché i principi civilistici in tema di concorrenza sleale, alle pubblicità aventi ad oggetto i benefici di carattere ambientale o ecologico dei beni e con l'ausilio di strumenti di c.d. "soft law" quale il Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale, il Tribunale di Gorizia ha fornito un primo quadro della disciplina applicabile al *greenwashing* nell'ordinamento italiano: onde non ricadere nella censura dettagliata nella sentenza in commento, ogni comunicazione commerciale che dichiari o evochi benefici di carattere ambientale o ecologico di un determinato prodotto o processo produttivo deve essere chiara, veritiera, accurata e non fuorviante, deve consentire a coloro cui è rivolta di comprendere chiaramente a quale aspetto si riferiscono i benefici pubblicizzati e dovrà fondarsi su dati scientifici veritieri, pertinenti ed empiricamente verificabili.

Ebbene, nel caso in cui l'orientamento rigoroso applicato dal Tribunale di Gorizia (secondo cui la valutazione di liceità dei messaggi pubblicitari oggetto di giudizio si dovrebbe fondare sulla capacità di provare la veridicità ed attualità dei dati scientifici posti alla base), dovesse essere condiviso anche da altri giudici, sorgerebbe sull'impresa che abbia diffuso notizie, comunicati o pubblicità relativi a positivi impatti ambientali del bene o del servizio pubblicizzato l'onere di

provare che gli stessi si fondano su dati veri e verificabili per non incorrere in eventuali responsabilità nei confronti di consumatori e *competitor* (anche in caso di impossibilità di assolvere all'onere della prova per, ad esempio, insufficienza di studi scientifici a tal riguardo o incertezza degli stessi), con un significativo innalzamento del rischio reputazionale e di soccombenza giudiziale.

Da ciò deriva la necessità per gli operatori di valutare con estrema attenzione la pubblicazione di messaggi pubblicitari reclamanti benefici ambientali in relazione ai propri prodotti e servizi.

L'importanza di una soluzione alle implicazioni giuridiche del *greenwashing*, in un momento in cui il mercato viene determinato anche da quella che è l'esigenza globale di *"transizione verde"* (o *"Net Zero"*), è testimoniata anche dalla recente pubblicazione, il 22 marzo

2023, da parte della Commissione Europea (DG Environment), di una proposta di direttiva sugli *"environmental claims"* (c.d. *"Green Claims Directive"*, COM(2023) 166 final, 2023/0085). Dalla lettura della (ponderosa) proposta si evince anzitutto la tendenziale correttezza della ricostruzione del Tribunale di Gorizia che ha ricondotto la fattispecie alla disciplina della concorrenza (si legge infatti nel preambolo che *"Claiming to be 'green' and sustainable has become a competitiveness factor, with green products registering greater growth than standard products"*) e della trasparenza nelle comunicazioni commerciali. A tal riguardo, infatti, la proposta della Commissione Europea prevede che le imprese debbano inserire indicazioni ambientali chiare nei propri messaggi pubblicitari e debbano comprovare le loro affermazioni sugli aspetti o sulle prestazioni ambientali dei loro prodotti e delle loro attività utilizzando metodi

affidabili, scientifici e verificabili. Al fine di garantire tali risultati la Commissione Europea mira ad introdurre degli *standard* comuni di valutazione applicabili in caso di controlli da parte delle autorità.

La proposta, che andrà valutata anche all'esito dell'iter legislativo UE applicabile, sembra doversi accogliere con particolare favore, in quanto mira ad offrire certezza del diritto per le imprese, contribuendo a definire un quadro normativo unitario per la regolamentazione del fenomeno e agendo quindi anche da fattore deflattivo del potenziale contenzioso. Peraltro, una corretta e trasparente informazione in merito ai *"green claims"* contribuirà ad una più elevata tutela anche dei consumatori, che potranno scegliere con una maggiore consapevolezza prodotti che siano effettivamente migliori per l'ambiente rispetto ai propri concorrenti.



Le “aspettative ESG” di Banca d'Italia con riferimento agli intermediari non bancari



Caterina Anselmi
Lawyer – Finance, Projects
and Restructuring

La crescente attenzione verso le tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) richiede agli intermediari l'adozione di un approccio proattivo nella valutazione e integrazione di tali fattori e dei relativi rischi nel proprio modello di *business*, nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo e controllo e nel sistema di *risk management*, secondo target di sostenibilità misurabili e un adeguato sistema di reportistica dei dati impiegati.

Questo quanto da ultimo richiesto agli intermediari dalla Banca d'Italia, in linea con il *trend* globale di sensibilizzazione del sistema finanziario circa la rilevanza di tali tematiche.

Come noto, a seguito dell'Assemblea generale delle Nazioni Unite e dell'adozione dell'Accordo di Parigi nel 2015, la comunità internazionale ha posto al centro della propria agenda politica un modello di crescita economica sostenibile, basato sulla piena integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (c.d. Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile), che consenta

di mobilitare e canalizzare i flussi finanziari verso investimenti sostenibili. A livello europeo, la Commissione Europea ha pubblicato nel 2018 un “piano d'azione per la finanza sostenibile”, in attuazione del quale si è intensificata la pressione regolamentare nei confronti degli intermediari, tramite l'emanazione, tra l'altro, del Regolamento (UE) 2019/2088 (il “Regolamento SFDR”), relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e del Regolamento (UE) 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili. Entrambi detti regolamenti sono volti a promuovere la trasparenza come principale motore della disciplina del mercato finanziario ed evitare pratiche opportunistiche e scorrette (e.g. *greenwashing*), che potrebbero scoraggiare lo sviluppo della finanza sostenibile e minare la reputazione degli stessi operatori.

La complessità e l'incisività del *framework* normativo così delineatosi, unitamente ai dubbi interpretativi riscontrati dagli operatori in tale ambito nonché la difficoltà di reperimento di taluni dati, hanno richiesto alle Autorità di Vigilanza – sia europee che nazionali – di adottare un ruolo attivo e integrativo volto, *inter alia*, a supportare gli intermediari a valutare e gestire correttamente i rischi climatici, in un'ottica di sana e prudente gestione, innescando

così una significativa accelerazione nell'approccio richiesto agli intermediari finanziari per l'identificazione e la gestione dei rischi derivanti dalle tematiche ESG.

Precisamente, la Banca Centrale Europea (BCE), a seguito della pubblicazione delle proprie aspettative per la gestione del rischio Climatico ed Ambientale nel novembre 2020, è intervenuta con molteplici azioni, tra cui la conduzione presso le banche maggiori di una “Thematic Review” e lo svolgimento del primo esercizio di Climate Stress Test.

A livello nazionale, la Banca d'Italia – nella consapevolezza che i rischi climatici e ambientali assumono sempre di più un ruolo e un'importanza crescente rispetto ai rischi finanziari “tradizionali” (quale il rischio di credito, di mercato, operativo e di liquidità) delle banche e degli intermediari non bancari – ha pubblicato in data 8 aprile 2022 le proprie “Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali”¹ (le “Aspettative”), volte a sensibilizzare il sistema finanziario circa la rilevanza dei suddetti rischi nelle strategie e nella gestione aziendale degli intermediari. In tale contesto, l'Autorità ha adottato un approccio unitario rivolto a tutte le tipologie di intermediari vigilati, onde garantire la coerenza dell'azione di vigilanza e l'applicazione di uguali principi alla

¹ Le Aspettative sono rivolte ai soggetti la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza della Banca d'Italia ai sensi del Testo Unico Bancario e del Testo Unico della Finanza (i.e. banche, SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari ex art 106 TUB e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL). A tal riguardo, si precisa che il presente documento si focalizza sugli intermediari non bancari.

stessa attività indipendentemente dalla forma giuridica con la quale è svolta, nella convinzione che l'esposizione ai rischi "tradizionali" e climatici non dipende tanto dalla categoria istituzionale cui l'intermediario appartiene quanto dall'effettivo modello di *business* adottato².

Trattasi, in particolare, di 12 Aspettative sussumibili sotto 4 macrocategorie (*governance* e sistema organizzativo; modello di *business* e strategia; sistema di gestione dei rischi; e informativa al mercato), la cui implementazione interna è rimessa al singolo intermediario tenuto conto, tra l'altro, in ossequio al principio di proporzionalità, dell'attività, nonché delle dimensioni aziendali e complessità operativa, del singolo intermediario.

All'esito dell'analisi svolta dalla Banca d'Italia nei confronti di 86 intermediari non bancari (tra cui 40 SGR) tramite la somministrazione di un apposito questionario di autovalutazione, l'Autorità ha emanato un'ulteriore comunicazione volta a sollecitare gli intermediari ad adottare, entro il 31 marzo 2023, un Piano di Azione, approvato dal Consiglio di Amministrazione, insieme alla valutazione del Collegio Sindacale, che (i) individui gli specifici interventi che si intende porre in essere per porre rimedio alle tematiche identificate; (ii) specifichi le priorità e i tempi necessari al completamento di tali iniziative; (iii) tenga conto degli elementi di debolezza e delle esigenze di miglioramento emerse dai questionari di autovalutazione, definendo al contempo le priorità e i tempi necessari al completamento

delle iniziative, lungo un orizzonte di medio periodo (pari a circa tre anni).

In tale contesto, data anche la tendenza di taluni intermediari a limitarsi a formulazioni in termini di contribuzione agli obiettivi ESG piuttosto generiche – e quindi, in quanto tali, poco idonee a orientare le scelte strategiche, ad assicurare la resilienza del modello di *business* e a soddisfare le attese degli investitori – particolare rilievo assume senz'altro la necessità per gli intermediari di revisionare i propri presidi interni, onde garantire che siano puntualmente definiti misurabili obiettivi di sostenibilità della strategia aziendale e della politica di investimento, il cui conseguimento e monitoraggio sia condotto sulla base di specifici indicatori di *performance*.

Difatti, gli obiettivi di lotta al cambiamento climatico e ambientali dovrebbero essere integrati dagli intermediari nel modello di *business* secondo *target* di sostenibilità misurabili basati su specifici indicatori climatici e ambientali, in modo da affiancare metriche ESG alla tradizionale analisi finanziaria consentendo quindi, tra l'altro, di valutare la materialità dell'esposizione ai rischi climatici e ambientali e di comprendere come questa possa influire sul modello imprenditoriale adottato.

Molteplici sembrano essere le modalità tramite cui formalizzare nel proprio modello quanto precede; ad esempio – anche tenuto conto delle *best practice* che si osservano sul mercato – individuando nell'ambito delle politiche ESG, in un apposito piano di sostenibilità, nel piano industriale

o nei processi di investimento, criteri di esclusione³, sistemi di "rating ESG" che conducano alla definizione di un universo investibile limitato a soggetti con un *rating* eccedente una predeterminata soglia, od obiettivi di impatto, il cui conseguimento è monitorato periodicamente, sulla base di specifici parametri ESG, anche quantitativi, quali i *key performance indicators* (KPI) e i *key risk indicators* (KRI), al fine di orientare le strategie di sviluppo commerciale secondo effettive e misurabili logiche di sostenibilità.

In tale contesto, e avuto particolare riguardo al sistema di *risk management*, risulta altresì senz'altro di cruciale importanza che i rischi climatici e ambientali che potrebbero influenzare i rischi aziendali e dei portafogli siano mappati, valutati e gestiti secondo un sistema basato su dati raccolti in un sistema informativo adeguato, dal punto di vista qualitativo e quantitativo, a garantirne l'efficienza e l'efficacia, e idoneo a supportare lo sviluppo di metriche per la valutazione dei rischi climatici e ambientali. È quindi necessario che gli intermediari creino una base dati (da alimentare sia con dati interni sia con dati esterni forniti da *data provider*) sui profili di rischio climatico e ambientale completa e di elevata qualità, e che, dato il carattere dinamico di tale tipologia di rischi, definiscano *pari passu* un programma di revisione periodico delle metodologie e degli strumenti impiegati per la loro valutazione, così da garantire che la validità e la significatività dei medesimi siano preservati.

² Come, peraltro, chiarito dal dott. Siani, Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, in occasione dell'intervento "Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali" del 15 febbraio 2023.

³ Quali, a titolo esemplificativo, l'eliminazione degli investimenti in società il cui fatturato dipende in misura rilevante dal carbone, o che non soddisfino requisiti minimi in termini di *green asset ratio* e riduzione delle emissioni di gas serra.

Sfide, queste, di particolare complessità, data la natura intrinseca di tali rischi e la limitata disponibilità, adeguatezza e qualità delle informazioni a tal fine rilevanti.

Infatti, se, da un lato, la disponibilità di dati sul rischio climatico affidabili, completi, comparabili e sufficientemente dettagliati è essenziale per una gestione consapevole dei rischi fisici e di transizione da parte degli intermediari, dall'altro lato sembrano ad oggi difettare sul mercato esperienze consolidate in ambito metodologico, che spesso risentono della scarsità di informazioni accessibili e che si basano su strumenti poco sofisticati.

È quindi ben possibile che il processo di strutturazione di uno strumentario idoneo a supportare la regolare misurazione di tali rischi sia avviato dagli intermediari su base graduale, valutando anche l'opportunità di ricorrere, ove opportuno, a *data provider* esterni, in quanto fornitori utili alla misurazione dei rischi climatici, nonché ampliando il perimetro delle informazioni a disposizione, ad esempio somministrando alla clientela questionari atti a quantificarne l'esposizione ai rischi di sostenibilità.

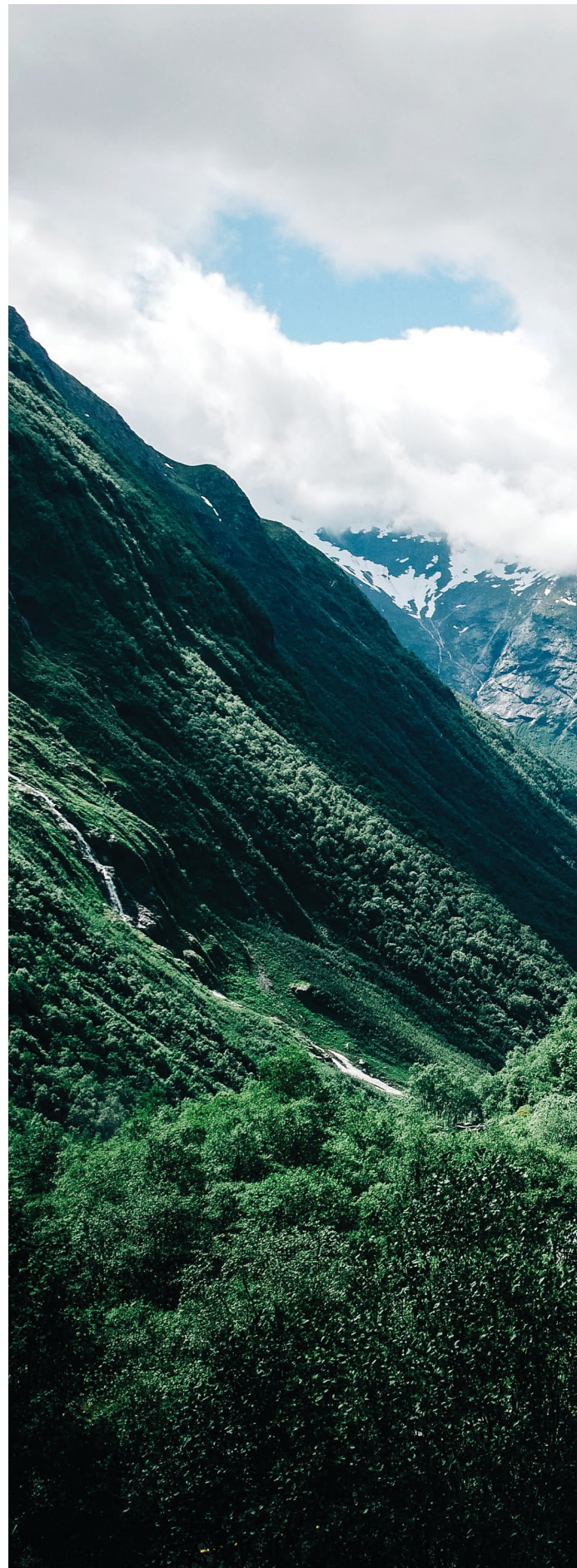
Tuttavia, anche laddove gli intermediari ricorrano a *data provider* terzi, è comunque necessario valutare la qualità delle informazioni da questi ultimi raccolte, sulla base di apposite strategie idonee a intensificare la ricerca di dati di buona qualità e l'attivazione di robusti sistemi di governo dei dati, avuto riguardo

inter alia alla trasparenza delle fonti, all'aggiornamento dei dati, alla robustezza dei metodi di stima e all'adeguata validazione da parte delle funzioni aziendali competenti.

Da ultimo, giova notare come la sostanziale implementazione delle sopra descritte infrastrutture, dati e presidi sia un presupposto imprescindibile per la comunicazione al mercato di informazioni sufficientemente dettagliate, complete e comparabili sull'esposizione ai rischi climatici e ambientali, anche al fine di effettuare una affidabile valutazione rispetto ai presidi del rischio ESG (o alle *promoting action*) adottate..

Difatti, è auspicabile che l'informativa resa al mercato dagli intermediari non si traduca in un mero adempimento sul piano formale agli obblighi imposti dalla normativa vigente (quali gli obblighi di *disclosure* previsti dal Regolamento SFDR), quanto piuttosto nell'effettiva condivisione con tutti gli *stakeholder* interessati, in un'ottica di trasparenza, del proprio processo di transizione verso un'economia più sostenibile, per come implementato nella strategia aziendale, nell'organizzazione interna e nei meccanismi di gestione del rischio.

In conclusione, sembra potersi affermare che, verosimilmente, il processo formale di valutazione tradizionalmente svolto rispetto alle tematiche e ai rischi finanziari debba oggi essere (gradualmente) esteso anche alle componenti non finanziarie (con particolare riguardo quindi, a quelle ambientali, sociali e di *governance*), nella





prospettiva di addivenire a un sistema univoco composto da un nuovo insieme di informazioni e che assicuri al contempo una formalizzazione delle procedure, dei dati, della documentazione e delle competenze a tal fine rilevanti.

In tale contesto, le Aspettative rappresentano senz'altro una tappa importante della regolamentazione in materia di finanza sostenibile – che a oggi verte essenzialmente sugli obblighi di informativa, a livello di partecipante/consulente del mercato finanziario, in materia di sostenibilità – che mira ad orientare gli intermediari verso una progressiva e proporzionale implementazione dei presidi dei rischi climatici e ambientali nella propria struttura organizzativa e nel *risk appetite framework* aziendale.

Si auspica, da un lato, che gli interventi rappresentati da ciascun intermediario nel Piano di Azione si basino su un approccio capace di stimolare una trasformazione della propria struttura organizzativa e della strategia aziendale, e, dall'altro lato, che la Vigilanza prosegua in una frequente interlocuzione con gli intermediari e le associazioni di categoria, al fine di comprendere le difficoltà riscontrate dagli intermediari e di agevolare questi ultimi nell'individuazione e nell'implementazione delle *best practice*, consentendo, quindi il raggiungimento di un soddisfacente livello di allineamento con le Aspettative.

