

Diletta Lenzi

La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fat-tispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali

(doi: 10.1435/98304)

Banca Impresa Società (ISSN 1120-9453)

Fascicolo 1, aprile 2021

Ente di afferenza:

Università di Firenze (unifi)

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

Licenza d'uso

L'articolo è messo a disposizione dell'utente in licenza per uso esclusivamente privato e personale, senza scopo di lucro e senza fini direttamente o indirettamente commerciali. Salvo quanto espressamente previsto dalla licenza d'uso Rivisteweb, è fatto divieto di riprodurre, trasmettere, distribuire o altrimenti utilizzare l'articolo, per qualsiasi scopo o fine. Tutti i diritti sono riservati.

Diletta Lenzi

LA FINANZA D'IMPATTO E I GREEN E SOCIAL BONDS. FATTISPECIE E DISCIPLINA TRA NORME SPECIALI E PRINCIPI GENERALI

1. Gli investimenti «socialmente responsabili» e l'*impact investing*

Con le espressioni finanza «etica», finanza «sostenibile» o finanza «socialmente responsabile» – spesso utilizzate in modo indistinto dal legislatore nazionale ed europeo¹ – si fa genericamente riferimento a tutte quelle forme di finanza nelle quali il capitale è investito considerandone i riflessi sulla società civile e l'ambiente naturale. Come la finanza tradizionale, anche la finanza

¹ Così, ad esempio, l'art. 117-ter T.U.F. dispone indifferentemente in termini di prodotti e servizi «qualificati come etici o socialmente responsabili» (e si ritiene che l'utilizzo di tali espressioni «postul[i] l'indifferenza ma non l'identità fra le due fattispecie»: R. Costi, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in «Banca borsa e titoli di credito», I, 2011, pp. 165 ss., a p. 167), mentre l'art. 111-bis T.U.B., nel regolare gli operatori del contesto in esame, impiega l'espressione «operatori bancari di finanza etica e sostenibile» (per un commento alla norma, v. M. Porzio, *La banca etica*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, UTET giuridica, 2014, pp. 2193 ss.; A. Sciarrone Alibrandi - E. Macchiavello, *Commento all'art. 111-bis T.U.B.*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, 4ª ed., Padova, CEDAM, 2018, pp. 1643 ss.; M. Carlizzi, *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull'art. 111-bis T.U.B.*, in «Rivista del diritto commerciale», I, 2020, pp. 51 ss.). A livello di Unione Europea, la Commissione, nell'*Action Plan: Financing Sustainable Growth* del marzo 2018 (COM/2018/097 final), vuole agevolare lo sviluppo di investimenti qualificati come «socialmente responsabili», ritenuti necessari per la transizione europea verso un'economia «sostenibile». Coerentemente, l'espressione «finanza sostenibile» è frequentemente utilizzata a livello europeo come sinonimo di finanza socialmente responsabile, mentre è più raro l'uso dell'espressione «finanza etica». Quest'ultimo significato è spesso ricondotto, a livello nazionale, al concetto di banca etica, facendo riferimento a una sorta di «diritto» all'accesso al credito e al perseguimento di obiettivi sociali da parte degli istituti di credito; oppure al finanziamento del c.d. terzo settore. Sul tema si vedano: F. Capriglione, *Cooperazione di credito e «finanza etica»*, in «Banca borsa e titoli di credito», I, 1997, pp. 21 ss.; R. Costi, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, cit.; S. Scotti Camuzzi, *Finanza etica ed etica della finanza. La «responsabilità sociale dell'impresa» nel settore della finanza*, in «Jus», 2005, pp. 13 ss.; e tra i contributi recenti E. Macchiavello, *Posso esistere «banche etiche»? La nuova definizione normativa di «operatori di finanza etica e sostenibile» tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», 1, 2019, pp. 188 ss.

socialmente responsabile o sostenibile svolge funzioni di trasferimento di risorse da settori in *surplus* finanziario (i risparmiatori) a settori in *deficit* finanziario (gli imprenditori, i cittadini), ma si distingue dalla prima per il ricorso a criteri diversi di selezione dei soggetti o progetti finanziati.

Nel quadro dell'ordinamento europeo, la finanza sostenibile si caratterizza per un duplice obiettivo: 1) contribuire a finanziare una crescita inclusiva e sostenibile dell'economia reale e 2) orientare il mercato dei capitali verso investimenti di lungo periodo², mediante l'incorporazione dei fattori cosiddetti «ESG» – acronimo per *Environmental*, *Social* e *Governance* elaborati nel contesto dell'ONU³ – nelle procedure decisionali degli investitori.

Nei mercati finanziari, e negli atti di autoregolamentazione che ne sono espressione, la formula più utilizzata è invece quella di «investimenti sostenibili e responsabili» («sustainable and responsible investment», meglio conosciuti con la sigla «SRI»). Tale espressione ricomprende investimenti per mezzo dei quali la ricchezza è allocata secondo lo schema tradizionale «investimento-rendimento», ma fattori ambientali e sociali sono integrati nei processi di ricerca, analisi e selezione degli investimenti, ad esempio, escludendo dal finanziamento imprese o altri enti che abbiano un impatto ambientale o sociale negativo, o ancora enti le cui caratteristiche di governo non siano ritenute sufficientemente trasparenti e partecipative (coerentemente con i principi ESG). Gli SRI includono, dunque, un'ampia gamma di investimenti, caratterizzati dalla sussistenza di due elementi: una remunerazione economica tendenzialmente generata nel lungo periodo e una sensibilità per l'impatto ambientale e sociale che si riflette principalmente nelle tecniche di selezione dei soggetti o progetti destinatari dell'investimento⁴.

² La finanza sostenibile presuppone una visione di lungo periodo che rigetta non tanto la finanza a breve termine quanto lo «short-termism», inteso come quella «practice of finance that is focused on near-term profits rather than strategic fundamentals. It is reflected in analysis, allocation and trading that seeks to extract value over a time horizon where the underlying economic returns do not have the time to materialise»; così lo *High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, di supporto alla Commissione Europea nella predisposizione dell'*Action Plan* del marzo 2018, cit.: HLEG, *Final Report*, 2018, disponibile a https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en, p. 9. Al contrario, «liquidity management, treasury, trade credit and other financing of short duration all have their place in a sustainable financial system», *ivi*, p. 9.

³ Si vedano i *Principles for Responsible Investment* dell'ONU del 2006, che declinano i fattori ESG in indicazioni per gli investitori, a <https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment> e <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

⁴ Nelle prassi del mercato europeo, le principali tecniche utilizzate dalle imprese di investimento specializzate in investimenti «sostenibili e responsabili», per selezionare il destinatario del finanziamento, sono le seguenti: (1) l'esclusione totale dai finanziamenti di specifici settori industriali (es. produzione di alcuni tipi di armi) o di Paesi che violano sistematicamente i diritti umani (la tecnica dell'esclusione integra tradizionalmente la definizione di finanza etica; essa era già adottata nel XVII secolo in Inghilterra, quando i fedeli di alcune religioni si rifiutavano di investire i propri risparmi in imprese che facevano uso di schiavi, *infra*, nota 5); (2) l'opposta

Queste forme di finanza, così come declinate con lievi differenze a livello di Unione Europea e di mercati finanziari internazionali, hanno radici storiche lontane⁵ e si collocano sulla scia del più ampio e risalente dibattito in tema di responsabilità sociale di impresa⁶. Tuttavia, mentre tale dibattito è in larga parte incentrato su principi generali e indicazioni di carattere politico, la finanza «sostenibile» oggi si inquadra, come fenomeno complessivo, in una logica di segmentazione del mercato volta a riconoscere e a soddisfare nuove esigenze dal lato della domanda⁷.

Il mercato degli investimenti socialmente responsabili ha assistito negli ultimi anni a una crescita esponenziale, raggiungendo un valore complessivo a livello globale pari a oltre 30mila miliardi di dollari USA⁸. La

tecnica di inclusione di determinati investimenti in base alla loro intrinseca natura «sostenibile» (es. investimenti in energie rinnovabili; sono i c.d. *sustainability themed investments*); (3) il criterio del c.d. *best-in-class*, secondo cui possono ricevere finanziamenti solo quelle imprese che hanno ottenuto un punteggio elevato nei rating ESG del settore industriale di riferimento; (4) il c.d. *norms-based screening*, secondo il quale il prenditore del finanziamento è selezionato in base al rispetto di norme o principi in materia di diritti umani, protezione ambientale, tutela dei lavoratori oppure perché ha aderito, ad esempio, alle linee guida OCSE per le imprese multinazionali o al *Global Compact* delle Nazioni Unite; (5) l'integrazione dei fattori «ESG»; e (6) la selezione sulla base dei diritti amministrativi concessi su materie connesse a temi di sostenibilità. Lo stesso (7) *impact investing* è talvolta considerato quale tecnica di selezione degli investimenti SRI. Tali strategie sono spesso utilizzate in modo aggregato. Cfr. per tutti il Report dell'Eurosif, *European SRI Study 2018*, disponibile sul sito <http://www.eurosif.org>. Le tecniche di selezione degli investimenti *sub* (1), (3) e (4) sono contemplate da gran parte delle linee guida europee o internazionali in tema di investimenti sostenibili e responsabili, talvolta con minime variazioni. Cfr. il network Eurosif, la *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA); la *European Found and Asset Manager Association*; e i *Principles for Responsible Investment* dell'ONU.

⁵ Le prime tecniche di investimento socialmente responsabile sono fatte risalire al XVII secolo e vengono ricondotte al movimento religioso dei quaccheri, i quali si rifiutavano di investire in imprese che appoggiassero il lavoro degli schiavi: v. D. Dal Maso - G. Fiorentini (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013.

⁶ Condividendo con la responsabilità sociale d'impresa le ambiguità terminologiche. Per una riflessione su questi temi v. M. Stella Richter Jr., *Corporate Social Responsibility, Social Enterprise, Benefit Corporation: Magia delle parole?*, in «Vita notarile», 2017, pp. 953 ss.

La letteratura in tema di responsabilità sociale d'impresa è molto ampia. Per un inquadramento del tema si rinvia, per tutti, a C. Angelici, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in «Rivista delle società», 2018, pp. 3 ss.; G. Conte, *L'impresa responsabile*, Milano, Giuffrè, 2018; M. Libertini, *Economia sociale di mercato e responsabilità dell'impresa*, in «Orizzonti del diritto commerciale», 2013, pp. 1 ss. Si veda poi Commissione Europea, *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese* (COM(2011) 681).

⁷ Così, D. Vandone, *Il mercato italiano dei fondi d'investimento socialmente responsabili*, in questa «Rivista», 2004, pp. 147 ss., a p. 147.

⁸ V. la notizia di stampa di V. D'Angerio, *Gli investimenti sostenibili sfiorano 31mila miliardi di dollari*, pubblicato su «Il Sole 24 Ore», 2 aprile 2019, che cita i dati, relativi al 2018, elaborati dalla *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA).

rilevanza del mercato di investimenti sostenibili è stata recentemente riconosciuta anche dalla Presidente della Banca Centrale Europea, con dichiarazioni che lasciano presagire l'introduzione dei criteri di sostenibilità fra quelli che guidano le scelte di investimento della BCE⁹.

In particolare, tra le forme di finanza sostenibile che hanno incontrato il favore del mercato vi è la c.d. finanza d'impatto, o «*impact investing*», che può considerarsi un sottoinsieme degli investimenti socialmente responsabili¹⁰. Mentre l'investimento che considera i rischi ambientali o sociali nei processi decisionali, al fine di contenere i rischi finanziari, potrebbe qualificarsi come finanza sostenibile o socialmente responsabile – al pari di quella finanza che decida di non investire in settori o imprese valutate come «poco sostenibili» – la finanza d'impatto fa dell'impatto sociale o ambientale un obiettivo primario dell'investimento, la ragione dello stesso. La distinzione, più che terminologica, vuole essere concettuale: con finanza di impatto – o *impact investing* – si vuole fare riferimento a tutte quelle ipotesi in cui il capitale è investito non solo in base alla redditività dell'investimento e alle sue condizioni di rischio, ma anche in ragione di obiettivi sociali e ambientali che l'investimento si propone attivamente di realizzare¹¹.

Per un'analisi dettagliata, per quanto datata al 2017, della dimensione del mercato degli investimenti SRI in Europa si veda, invece, il report Eurosif, *European SRI Study 2018*, cit.

⁹ In un'intervista rilasciata al «Financial Times» l'8 luglio 2020, Christine Lagarde ha rimarcato l'importanza del mercato degli investimenti sostenibili, in particolare di finanza «verde», che ha definito come un «vibrant market», sottolineando come, su tali investimenti, «there is a serious appetite on the part of investors». Nella stessa intervista, ha confermato l'impegno della Banca Centrale Europea nella lotta al cambiamento climatico, specificando come ciò già rientri nel mandato della BCE, in ragione dell'impatto che il cambiamento climatico e i rischi ambientali esercitano sulla stabilità dei prezzi. Il video dell'intervista è disponibile a <https://www.ft.com/video/665ad877-69b6-42ba-b513-e9e9ce0739e6>.

¹⁰ Cfr. *supra*, nota 4.

¹¹ Nell'assenza di una definizione normativa, conformemente alle più diffuse prassi internazionali, si ritiene qualificabile come finanza di impatto ogni investimento che soddisfi i seguenti requisiti: (1) intenzione dell'investitore di generare un impatto sociale e/o ambientale misurabile: l'investimento a impatto è posto in essere con l'intenzione di generare un impatto sociale e ambientale, positivo e misurabile, che acquista rilevanza giuridica nel rapporto negoziale con il soggetto finanziato (c.d. «intentionality»); (2) il perseguimento dell'interesse non finanziario congiuntamente a un interesse finanziario: la finanza di impatto non comprende atti di liberalità, ma vi è sempre un'aspettativa di rendimento economico che motiva l'investitore (c.d. «additionality»; sul punto cfr. anche il Rapporto Italiano della *Social Impact Investment Task Force* istituita nell'ambito del G8, *La finanza che include: gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*, 2018, disponibile a <http://www.socialimpactagenda.it/wp-content/uploads/2016/04/La-finanza-che-include.pdf>, p. 24); (3) la misurabilità e la comunicazione dei risultati non-finanziari dell'investimento. Cfr. Eurosif, *European SRI Study 2018*, cit., p. 36. Si veda anche S.K. Park, *Social bonds for sustainable development: A human rights perspective on impact investing*, in «Business and Human Rights Journal», 2018, pp. 233 ss., di cui, in particolare, p. 248, sulla centralità del requisito della «additionality».

La finanza d'impatto può declinarsi secondo diversi punti di equilibrio tra le componenti che la caratterizzano, ossia: 1) l'impatto sociale e/o ambientale, 2) il rendimento finanziario e 3) il livello di rischio dell'investimento. Diverse forme di investimento possono essere dunque ricondotte alla categoria, che può comprendere vari strumenti finanziari e forme di finanziamento¹².

Le riflessioni che seguono si concentrano su una delle forme di finanza d'impatto, quali sono i cosiddetti *green* e *social bonds*, entrambi qualificabili come «obbligazioni tematiche» (cfr. subito *infra*, par. 2).

2. Gli strumenti finanziari per l'*impact investing*: le obbligazioni «verdi», «a impatto sociale» e «sostenibili»

Le prime esperienze di *green bonds* possono rintracciarsi all'inizio di questo secolo¹³, nelle emissioni della Banca Europea degli Investimenti del 2007¹⁴ e della Banca Mondiale del 2008¹⁵. Da allora il mercato dei *green bonds* è cresciuto sia qualitativamente, coinvolgendo non solo investitori istituzionali con obiettivi pubblici o non puramente finanziari, ma anche banche private e società di capitali¹⁶, sia quantitativamente¹⁷. Per poter parlare

¹² Recentemente, ad esempio, banca Intesa Sanpaolo ha concesso un mutuo a tasso variabile in relazione a determinati obiettivi ambientali (es. quota di rifiuti riciclati) raggiunti dal mutuatario. Si v. la notizia di stampa di M. Buglioni, *Ora il prestito ha un tasso «ambientalista»*, in «La Repubblica», 29 gennaio 2019.

¹³ È a seguito del riconoscimento, da parte della comunità scientifica internazionale, dell'esistenza del cambiamento climatico e dei pericoli che a questo conseguono (cfr. per tutti IPCC, *Climate Change 2007*, Ginevra, 2008, disponibile al seguente link: <https://www.ipcc.ch/report/ar4/syr/>), e dell'assunta consapevolezza, a livello politico, della necessità e urgenza di intervenire per convertire il sistema produttivo mondiale in modo da ridurre l'impatto ambientale negativo – nonché della connessa esigenza di destinare apposite risorse finanziarie a tali obiettivi – che istituzioni finanziarie con una *mission* pubblica, o comunque non interamente speculativa, hanno iniziato a interessarsi al mercato dei *green bonds*.

¹⁴ Nel 2007 la EIB ha emesso il suo primo «Climate Awareness Bond», v. https://www.eib.org/en/investor_relations/cab/index.htm. Al dicembre 2019, l'EIB ha raccolto, tramite emissione di *green bonds*, 26,7 miliardi di euro, di cui 3,4 miliardi solo nel 2019.

¹⁵ È la prima emissione di *green bonds* propriamente qualificata come tale, v. The World Bank, *10 years of green bonds: From evolution to revolution*, 2018, disponibile a: <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2018/11/27/from-evolution-to-revolution-10-years-of-green-bonds>. Al 2018, la Banca Mondiale ha emesso oltre 150 *green bonds*, raccogliendo 13 miliardi di dollari USA.

¹⁶ Si veda il report pubblicato da Moody nel febbraio 2020, «Moody's Investors Service, Climate Bonds Initiative», disponibile a https://www.moody.com/research/Moodys-Green-social-and-sustainability-bond-issuance-to-jump-24--PBC_1212910.

¹⁷ Cfr. Environmental Finance, *Sustainable Bonds Insight* (2020), disponibile a: <https://www.environmental-finance.com/pages/sustainable-bonds-insight-2020.html>. Gli studi empi-

di un mercato di *social bonds* si deve invece, attendere fino al 2017-2019¹⁸. Per quanto sia quantitativamente più contenuto, in termini assoluti, rispetto a quello di *green bonds*, il mercato dei *social bonds* sta tuttavia crescendo con ritmi in proporzione più elevati rispetto al primo¹⁹ ²⁰. Ciò accade in assenza

rici volti a quantificare il mercato di *green bonds* mostrano numeri parzialmente diversi. Cfr. il report Moody 2020, cit., o il report della *Climate Bond Initiatives* «2019 Green Bond Market Summary», pubblicato nel febbraio 2020 (per un'analisi del mercato 2017-2019, che comprende anche i c.d. «green loans», che tuttavia, nel 2019, hanno inciso per solo il 4% del totale). Le differenze di risultati si spiegano alla luce dell'assenza di una definizione univoca di impatto ambientale, che può portare a includere o escludere obbligazioni dall'alveo dei *green bonds* a seconda di quale sia la definizione prescelta.

¹⁸ Inizialmente i *social bonds* sono stati emessi da istituzioni finanziarie pubbliche, caratterizzate da una *mission* sociale. I primi *social bonds* possono essere ricondotti all'emissione dell'*Inter-American Development Bank* del 2014 volta a finanziare prestiti a progetti sociali eleggibili alla luce del programma «EYE – Education, Youth, Employment». L'*International Finance Corporation* (IFC) ha invece lanciato nel 2017 il programma «Social Bond Program», emettendo, al 30 giugno 2019, ventotto *social bonds* e raccogliendo 1,46 miliardi di dollari USA. Anche le banche hanno poi iniziato a emettere *social bonds*. Tra queste, emerge UBI banca con il suo programma espressamente dedicato ai *social bonds* (per informazioni, v. https://www.ubibanca.com/Social_bond). Successivamente, anche grandi imprese azionarie hanno iniziato a utilizzare lo strumento. Si veda per tutti, l'emissione del marzo 2018 di Danone, in collaborazione con Crédit Agricole CIB, che ha raccolto circa 300 milioni di euro (informazioni a https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/en-social-bond/2018/socialbond/Danone_2018_Social_Bond_Reporting.pdf).

¹⁹ Nel 2017 il valore dei *green bonds* emessi a livello mondiale era pari a circa 173,5 miliardi di dollari USA e 174,9 miliardi nel 2018 (+0,8%); il valore dell'emissione dei *social bonds*, invece, è aumentato da meno di 3 miliardi di dollari USA nel 2016 a 11,2 miliardi nel 2017 (+363,3%) e a 13,9 miliardi nel 2018 (+24,1%) [cfr. Environmental Finance, *Sustainable Bonds Insight* (2019), disponibile a <https://www.environmental-finance.com/pages/sustainable-bonds-insight-2019.html>].

Nel 2019 si è assistito a una crescita complessiva del mercato di *social*, *sustainable* e *green bonds* pari al +52% rispetto al 2018, con un crescente interesse per strumenti a impatto sia sociale che ambientale (c.d. *sustainability bond*) [Environmental Finance, *Sustainable Bonds Insight* (2020), cit.]. Non è escluso che in conseguenza alla pandemia, e alla crisi economica e sociale che ne sta derivando, non si assista a una maggior attenzione per gli strumenti finanziari a positivo impatto sociale rispetto agli strumenti «green». In questa direzione sembra muoversi il mercato nei primi mesi del 2020: si veda, ad esempio, la notizia di stampa di M. Monti, *L'irresistibile ascesa dei Covid-19 bond, 100 miliardi di dollari entro il 2020*, in «Il Sole 24 Ore». V. anche la recente emissione di Cassa Depositi e Prestiti: il «Covid-19 Social Response Bond» consistente in una emissione in due tranches con scadenza a 3 e a 7 anni, per un valore di 500 milioni di euro ciascuna, con sottoscrizione riservata a investitori istituzionali, e i cui proventi saranno dedicati a finanziare misure di risposta alla crisi sanitaria (es. implementazione della capacità di risposta del sistema sanitario nazionale) ed economica, in particolare facilitando l'accesso al credito alle piccole e medie imprese italiane.

²⁰ Borsa Italiana, per il tramite del London Stock Exchange Group, aderisce alla *Climate Bonds Initiative* ed è tra gli osservatori dei *Green Bonds Principles* dell'ICMA. Essa ha dedi-

di un quadro normativo volto a regolare specificamente questi strumenti, i quali sono immaginati e, allo stato, regolati per via di prassi. Ciò pone due macro-questioni preliminari: da un lato, quali siano le caratteristiche che uno strumento finanziario debba avere per poter essere qualificato come *green*, *social* o *sustainable bond*; dall'altro, che cosa accada se uno strumento sia impropriamente qualificato come tale, seguendo strategie di c.d. «socialwashing» o «greenwashing»²¹. Per rispondere alla prima domanda, la Commissione Europea, nel marzo 2018, ha dichiarato l'intenzione di sviluppare degli standard per i (soli) prodotti finanziari «verdi», e ha conseguentemente avviato un percorso di regolamentazione dei *green bonds* finalizzato a chiarirne la natura e i presupposti²².

Al primo quesito, e più in generale a un tentativo di individuazione della fattispecie, saranno dedicati, oltre al presente, i paragrafi da 3 a 7, mentre a un inquadramento di questi strumenti all'interno del nostro ordinamento, in termini di disciplina applicabile e rimedi utilizzabili in caso di inadempimento, i paragrafi da 8 a 13.

Nell'assenza di una definizione normativa, dall'osservazione delle prassi di mercato, le obbligazioni «verdi» e «a impatto sociale» (nonché

cato un apposito segmento alla negoziazione di *green* e *social bond*; ulteriori informazioni sono disponibili a <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/greenbonds/socialbonds.htm>.

²¹ L'espressione «greenwashing» – a cui si è poi ispirato il corrispondente «socialwashing» – è un neologismo tratto dal verbo «whitewash» che significa imbiancare e che è inteso, in questo contesto, nell'accezione di velare, nascondere. Con tale espressione si fa riferimento alla pratica di costruire un'immagine positiva in termini di impatto ambientale del prodotto, servizio o attività d'impresa, non corrispondente a realtà. Cfr. *ex multis* il Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, (UE) 2020/852, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento (UE) 2019/2088.

²² Si veda il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio, cit., che elabora una «tassonomia» volta a chiarire «se un'attività economica può considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento»; art. 1, comma 1. Per maggiori dettagli si veda *infra*, par. 7. Lo stesso intento a livello di Unione Europea non sembra rinvenibile con riferimento ai *social bonds* anche se il Parlamento Europeo non esclude che «ulteriori linee guida su attività che contribuiscono ad altri obiettivi di sostenibilità, compresi quelli sociali, potrebbero essere sviluppate in una fase successiva» (Regolamento UE 2020/852, considerando 6). Già lo *High-Level Expert Group* istituito dalla Commissione Europea (su cui v. *infra*, par. 7) consigliò alla Commissione di avviare la regolazione dagli investimenti verdi, per poi muovere soltanto in un secondo momento alla dimensione sociale della sostenibilità: «At a later stage, the Commission should also examine the development of a European social label to finance social objectives in a framework to be defined», così il Report finale dell'*High-Level Expert Group* del 2018, a p. 24. Cfr. anche lo *HLEG Informal Supplementary Document on Sustainable Taxonomy (Action #1)*, p. 1. Nell'*Action Plan* europeo del marzo 2018, cit., non è rintracciabile alcun riferimento espresso ai *social bonds*. Risulta, infine, ancora pendente la proposta di regolazione degli «EU Green Bonds Standard».

«sostenibili») possono essere definite come strumenti finanziari riconducibili a investimenti in capitale di debito emessi e sottoscritti in ragione, rispettivamente, di un beneficio ambientale (*green bonds*) o sociale (*social bonds*) che l'ente emittente si impegna a realizzare in modo diretto o indiretto. Si parla invece di «sustainability bonds» quando gli obiettivi di impatto comprendono profili di sostenibilità sia ambientale sia sociale²³. Per semplicità espositiva, nella riflessione che segue si ometterà il riferimento alle obbligazioni «sostenibili» in quanto, come si avrà occasione di argomentare, nella prospettiva dell'analisi giuridica la specifica tipologia di impatto che lo strumento si propone di ottenere non assume particolare rilevanza. Le considerazioni che seguono sono tuttavia ad esse parimenti applicabili.

Nella prassi italiana, i *social*, *green* e *sustainable bonds* sono spesso definiti come obbligazioni «tematiche», proprio in quanto permettono agli investitori di finanziare particolari tematiche di sostenibilità ambientale e/o sociale. Nonostante le espressioni «social bond» o «green bond» siano state talvolta utilizzate con riferimento a singoli «bond» emessi a seguito di un contratto di finanziamento, essi nascono come strumenti finanziari, ed è unicamente a questa accezione che si riferirà nel prosieguo: strumenti finanziari intesi come titoli od operazioni di massa e non dunque singoli contratti di finanziamento, ma frazioni standardizzate di una operazione unitaria che, come tali, possono essere emesse esclusivamente dai soggetti e secondo le procedure stabilite dalla legge²⁴.

Nel nostro ordinamento, i *green* e *social bonds* sono riconducibili alla categoria delle obbligazioni in senso stretto (in quanto tali possono essere emesse esclusivamente da società per azioni e società in accomandita per azioni, *ex artt.* 2410 ss. c.c., da società cooperative per azioni, *ex art.* 2526 c.c., e da banche, in qualunque forma costituite, *ex artt.* 12 e 12-*bis* T.U.B.)²⁵; ma ritengo che, almeno in astratto, possano identificarsi come tali

²³ Cfr. ICMA, *Sustainability Bond Guidelines*, 2018, disponibili a <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/sustainability-bond-guidelines-sbg/>.

²⁴ M. Stella Richter Jr., *Strumenti finanziari e società per azioni*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2015, pp. 53 ss. L'Autore chiarisce efficacemente: «Un conto sono i contratti di finanziamento dell'impresa, altro conto sono gli strumenti di finanziamento, cioè gli strumenti finanziari della società: la mera conclusione di un contratto, anche se seguita dalla emissione di un titolo di credito individuale, non dà luogo a uno strumento finanziario. Questo significa che mentre tutti i tipi di imprese (e poi non solo le imprese) possono fare ricorso a contratti di finanziamento, solo per le imprese organizzate in forma di società per azioni è data la possibilità di finanziarsi attraverso il ricorso all'emissione di strumenti finanziari», p. 64.

²⁵ Maggiori incertezze concernono l'emissione, come *social* e *green bonds*, di strumenti finanziari «comunque denominati» ai sensi dell'art. 2411, comma 3°, c.c. e quindi anche gli strumenti, denominati «obbligazioni», che condizionino i tempi e le modalità della restitui-

anche i titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata, ai sensi dell'art. 2483 c.c., in ragione della loro natura di «titoli di massa»²⁶. Al pari delle obbligazioni, infatti, anche i titoli di debito rappresentano una frazione predeterminata e standardizzata dell'operazione di finanziamento della s.r.l. emittente, non integrando quindi l'ipotesi del singolo contratto di finanziamento²⁷.

Nello schema tradizionale, l'investitore sottoscrive *social* o *green bonds* a fronte della promessa dell'emittente, oltre che alla restituzione del capitale

zione del capitale all'andamento economico della società. Fermo restando l'impossibilità per le banche di emettere strumenti finanziari denominati «obbligazioni» qualora non rispettino le caratteristiche di quest'ultima (e dunque *in primis* il diritto alla restituzione, eventualmente condizionato, del capitale), è dubbio se una società per azioni (non bancaria) possa emettere strumenti finanziari, denominandoli obbligazioni a impatto sociale o ambientale, senza garantire la restituzione del capitale al loro sottoscrittore. Non esistono, a quanto consta, esempi di emissioni (quantomeno) di *social bonds*, regolate dal diritto italiano, in cui al sottoscrittore non sia assicurata la restituzione del capitale.

²⁶ La dottrina prevalente qualifica i titoli di debito come titoli di massa in quanto rappresentativi di una determinata frazione di debito pecuniario. Mentre una definizione di titoli di debito non è ricavabile dall'art. 2483 c.c., essa è, invece, rintracciabile all'art. 1, comma 1-*bis*, T.U.F., che, nel definire i valori mobiliari quali «categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali», vi riconduce anche le «obbligazioni e altri titoli di debito» (così lettera *b*). Si veda poi M. Stella Richter Jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in «Rivista delle società», 2005, pp. 987 ss., a p. 996 secondo il quale a simile conclusione si giunge in una prospettiva di sistema: la novità prevista dal legislatore con la modifica dell'art. 2483 c.c., infatti, assume significato soltanto nel caso in cui i titoli di debito siano considerati come titoli di massa in quanto già nel precedente quadro normativo era possibile per una s.r.l. emettere un titolo di credito individuale.

Sulla questione della definizione dei titoli di debito delle s.r.l. si veda, ad esempio, M. Porzio, *Sub art. 2483*, in M. Sandulli - V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società. Artt. 2462-2510*, Torino, Giappichelli, 2003, pp. 229 ss.; G. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, tomo II, in P. Schlesinger - F. D. Busnelli, *Il Codice civile. Commentario*, Milano, Giuffrè, 2010, in particolare a pp. 1765 ss.

²⁷ Diversamente dalle obbligazioni, *ex art. 2483 c.c.*, i titoli di debito possono essere emessi soltanto se sussiste apposita previsione statutaria (comma 1°) e possono essere sottoscritti esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, i quali rispondono della solvibilità della società emittente in caso di trasferimento dei titoli a terzi non investitori professionali o non soci della società medesima (comma 2°). La decisione circa l'emissione dei titoli di debito – che può essere rimessa dallo statuto tanto ai soci quanto agli amministratori, coerentemente alla maggior flessibilità della società a responsabilità limitata – dovrà specificare le condizioni del prestito e dunque anche quale sia l'impatto sociale o ambientale a cui saranno destinati, interamente o in parte, i proventi dell'emissione. La decisione di emissione dei titoli dovrà poi essere iscritta, a cura degli amministratori, nel registro delle imprese (art. 2483, 3° comma, c.c.), e solo da questo momento si potrà procedere con l'emissione. Cfr. M. Stella Richter Jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, cit., pp. 994-995; e G. Zanarone, *Della società a responsabilità limitata*, cit.

e al pagamento degli interessi, di utilizzare parte dei proventi dell'emissione per finanziare enti o progetti capaci di generare un beneficio comune, inteso qui come impatto positivo sulla società civile o sull'ambiente naturale. Non è escluso che l'emittente sia altresì colui che beneficia dei proventi dell'emissione al fine di realizzare, direttamente, il beneficio comune come previsto in sede di emissione.

Nelle obbligazioni tematiche si ha dunque una compenetrazione funzionale della realizzazione di un beneficio comune nella causa contrattuale dello strumento finanziario, così che la causa del contratto assume in concreto una configurazione originale, che distanzia questi strumenti dalle obbligazioni, e dalla causa di mutuo, e ne impone l'assoggettamento, nella sua complessità funzionale, a controlli di liceità e meritevolezza degli interessi perseguiti²⁸. La particolarità della fattispecie si identifica nel fatto che alla funzione negoziale concorrono interessi economici, quali la restituzione del capitale e il pagamento degli interessi, e interessi non economici, quale la generazione di un beneficio comune a opera dell'emittente, da realizzarsi per mezzo del capitale raccolto con l'emissione²⁹.

²⁸ Sulla causa del contratto e sull'evoluzione del concetto stesso, senza alcun tentativo di esaustività si vedano: G.B. Ferri, *La causa nella teoria del contratto*, in G.B. Ferri - C. Angelici (a cura di), *Studi sull'autonomia privata*, Torino, UTET, 1997, pp. 98 ss.; M. Barcellona, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, CEDAM, 2015; e la connessa riflessione di S. Mazzamuto, *A proposito del libro di Mario Barcellona «Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza»*, in «Europa e diritto privato», 2015, pp. 469 ss.; A. Di Majo, voce *Causa del negozio giuridico*, in *Enciclopedia giuridica*, VI, Roma, Treccani, 1988, pp. 2 ss.; M. Libertini, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti d'impresa*, in «Jus», 2009, pp. 273 ss.; E. Navarretta, *Causa e giustizia contrattuale a confronto*, in «Rivista di diritto civile», I, 2006, pp. 411 ss.; S. Pagliantini, *Itinerari della causa: il Gorla nordamericano ed una critica recente*, in G. Gorla, *I problemi fondamentali del contratto*, Napoli, ESI, 2017, pp. 11 ss., per un *excursus* storico del dibattito.

²⁹ *L'impact investing*, in generale, muove dal presupposto che attività imprenditoriali possano nascere al fine, esclusivo o ulteriore, di generare un positivo impatto sociale e/o ambientale e che in ragione di ciò esse possano essere finanziate. Tale fenomeno sembrerebbe coerente con il nostro quadro ordinamentale primario, dove si rinvencono numerosi interventi in questa direzione, dall'introduzione della società *benefit* (l. 28 dicembre 2015, n. 208, art. 1, commi 376-384), alla modifica della disciplina dell'impresa sociale che ammette oggi, a determinate condizioni, la distribuzione degli utili (d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, art. 3), alla c.d. riforma del terzo settore che recepisce, nuovamente legittimandolo, l'esercizio di attività d'impresa ad opera di fondazioni o associazioni, purché in misura marginale rispetto all'attività principale tipica dell'ente (d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, art. 6) e, nell'ambito specificamente finanziario, agli artt. 111-*bis* T.U.B. e 117-*ter* T.U.F. citati alla nota 1. Di conseguenza, ha recentemente ripreso vita il dibattito in tema di interesse sociale per una analisi del quale si rinvia, per tutti, a U. Tombari, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria, Milano, Giuffrè, 2019.

Le obbligazioni tematiche si distinguono dalle obbligazioni e dai titoli di debito «tradizionali» per due profili principali.

In primo luogo, l'investitore in *social* e *green bonds* manifesta un interesse alla gestione delle risorse destinate e al conseguente controllo sull'operato dell'emittente. Mentre l'obbligazionista, o il sottoscrittore di titoli di debito, è tradizionalmente disinteressato alla destinazione del capitale raccolto dall'emittente, fintanto che quest'ultimo sia capace di garantirgli il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale, diversamente, il sottoscrittore di obbligazioni tematiche investe in ragione dell'impiego direttamente o indirettamente «altruistico» delle risorse che l'emittente promette in sede di raccolta.

In secondo luogo, nei *green* e *social bonds*, solitamente, il rapporto si arricchisce del coinvolgimento di un'ulteriore categoria di soggetti: non solo i sottoscrittori e l'emittente le obbligazioni, ma altresì uno o più enti, cosiddetti «beneficiari», ovvero i soggetti destinatari del capitale raccolto mediante l'emissione. Tuttavia, è possibile – ed è sempre più diffuso nel caso di *green*

Si avverte come superata la concezione secondo la quale l'*homo oeconomicus* che agisce secondo razionalità opera sempre nell'interesse puramente lucrativo, per cui qualsiasi allontanamento dalla massimizzazione del profitto costituisce una manifestazione di irrazionalità. All'opposto, è immaginabile che la razionalità ammetta schemi di comportamento alternativi, che possono riflettersi sul quadro giuridico (cfr. per tutti, A. Sen, *On Ethics and Economics*, Oxford, Basil Blackwell, 1987, trad. it. a cura di S. Maddaloni, *Etica ed economia*, Roma-Bari, Laterza, 2001, in particolare pp. 19 ss.).

Deve inoltre osservarsi che esiste un interesse, di fatto, all'investimento in ragione di risultati non finanziari, che si manifesta nella crescente rilevanza che la finanza d'impatto sta rapidamente acquisendo nelle prassi commerciali. Se è vero che gli atti di autonomia privata non sono meritevoli di per sé, ma il giudizio circa la meritevolezza deve ispirarsi a valori fondamentali dell'ordinamento espressi da fonti normative nazionali o sovranazionali (P. Perlingieri, *Il «diritto privato europeo» tra riduzionismo economico e dignità della persona*, in «Europa e diritto privato», 2010, pp. 345 ss., a p. 349), e che «la volontà del singolo diviene operativa e vincolante solo se posta al servizio di uno scopo economico e sociale riconosciuto e garantito dal diritto» (S. Mazzamuto, *A proposito del libro di Mario Barcellona «Della causa»*, cit.), l'investimento in ragione dei risultati non finanziari sembrerebbe trovare legittimazione nel nostro quadro costituzionale. Ciò, in primo luogo, in ragione dell'art. 41 Cost. che, attribuendo al principio di libertà di iniziativa economica rango costituzionale, individua nell'«utilità sociale», nei «fini sociali» e nella considerazione della «dignità» della persona umana i limiti alla stessa autonomia. Conseguentemente, e *a fortiori*, deve ritenersi conforme al quadro costituzionale quell'iniziativa privata che fa dell'utilità sociale e dei fini sociali, non più un limite all'autonomia, ma un (ulteriore) obiettivo dell'attività (che rimane di natura) economica. In secondo luogo, la finanza di impatto trova legittimità e autonoma «regolazione» (per quanto ancora in termini di previsioni di intervento programmatico) nell'ambito dell'Unione Europea (cfr. l'*Action Plan: Financing Sustainable Growth*, cit.), dove lo sviluppo sostenibile – a cui la finanza di impatto è funzionalizzata – assume oggi rango di principio cardine dell'ordinamento, ai sensi dell'art. 3 T.U.E.

In questo contesto, trova piena legittimazione, come espressione di autonomia, quel fenomeno che vede operatori del mercato emettere e investire in *social* o *green bonds*.

e *social bonds* emessi da imprese non bancarie – che il beneficiario coincida con l'emittente e che il capitale raccolto tramite l'emissione sia destinato a finanziare il miglioramento dell'impatto ambientale o sociale dell'emittente stesso. È questo il caso di obbligazioni emesse al fine di sviluppare, ad esempio, un progetto di assistenza sanitaria per i dipendenti dell'emittente o la conversione energetica degli impianti industriali della società emittente. In questo caso, le tre tipologie di soggetti coinvolte nello schema tradizionale di obbligazione tematica si riducono a due, sottoscrittori ed emittente, quest'ultimo anche in veste di beneficiario.

3. La definizione delle linee guida della *International Capital Market Association*

Tra le definizioni di *green* e *social bonds* più accreditate a livello internazionale si rinvencono i cosiddetti *Green Bond Principles*³⁰ e *Social Bond Principles*³¹, elaborati dall'*International Capital Market Association* (ICMA)³². Entrambi i set di principi nascono al fine di far familiarizzare gli investitori con il linguaggio, la struttura tipica e la creazione di obbligazioni tematiche, così da incentivarne l'emissione.

Le linee guida, ad adesione volontaria, ammettono la qualifica rispettivamente di *green* e *social bond* a qualsiasi prestito obbligazionario che soddisfi i seguenti quattro requisiti:

³⁰ La prima versione risale al 2014, a cui sono seguiti vari aggiornamenti, e l'ultima versione pubblicata nel 2018: ICMA, *Green Bond Principles*, 2018, a <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>. I *Green Bond Principles* sono riconosciuti ed espressamente richiamati dal *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG), costituito dalla Commissione Europea, nell'elaborazione del lavoro preliminare in tema di «EU Green Bond Standards». Cfr. TEG, *Report on EU Green Bond Standards*, giugno 2019, disponibile a https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en. Sul tema si veda *infra*, par. 7.

³¹ La prima versione dei «Social Bond Principles», pubblicata nel 2016, è stata redatta sull'esempio dei *Green Bonds Principles* e ricalca quasi letteralmente questi ultimi, salvo minime variazioni concernenti, principalmente, la diversa declinazione di beneficio comune che i due tipi di investimento ambiscono a generare. L'ultima versione risale al 2020; v. ICMA, *Social Bond Principles*, 2020, disponibile a <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Social-Bond-PrinciplesJune-2020-090620.pdf>.

La rilevanza e diffusione dei *Social Bond Principles* è comprovata anche dal fatto che l'*International Finance Corporation* (IFC) vi abbia allineato il proprio programma in tema di *social bonds*. Cfr. *supra*, nota 18.

È invece del 2017 la prima edizione di *Sustainability Bond Guidelines*, di cui *supra*, nota 23.

³² L'*International Capital Market Association* è un ente non-profit di diritto privato, costituita nel 2005, che coinvolge diversi operatori dei mercati finanziari (circa 600 membri di 62 paesi diversi; dati aggiornati al marzo 2020).

1) i proventi dell'emissione (l'intero o parte del capitale raccolto) devono essere investiti dall'emittente al fine di finanziare o ri-finanziare³³ progetti «idonei», ossia capaci di generare specifici benefici ambientali o sociali a seconda del caso. Le stesse linee guida prevedono una lista esemplificativa di categorie di progetti³⁴;

2) devono essere previste apposite procedure di selezione e valutazione del progetto o dell'ente finanziati con i proventi dell'emissione. L'emittente deve chiarire quali sono gli obiettivi ambientali o sociali perseguiti; le procedure con cui ha ritenuto che il progetto o l'impresa beneficiaria potesse rientrare tra quelli prospettati dalle linee guida ICMA (es. imprese munite di determinate certificazioni d'impatto); e le relative tecniche di selezione di progetti o imprese (es. esclusione dal finanziamento di determinati settori imprenditoriali). Le linee guida suggeriscono che, nella fase di selezione del beneficiario, l'ente emittente si faccia assistere da un revisore o da un terzo;

3) i proventi dell'emissione devono essere tracciabili e gestiti in modo da assicurarne la destinazione alla generazione dell'impatto ambientale o sociale. Anche per la verifica dei meccanismi di tracciabilità e l'allocazione dei proventi è suggerita l'assistenza di un terzo, in modo da garantire maggiore trasparenza a vantaggio dei sottoscrittori;

4) sulla stessa linea, è necessario che l'emittente predisponga delle procedure di rendicontazione e informazione periodiche ai sottoscrittori. In particolare, l'emittente dovrebbe dichiarare quanto è stato allocato, a quali progetti, e l'impatto ambientale o sociale atteso o già realizzato.

Dalle linee guida ICMA consegue dunque che, fintanto che il prestito obbligazionario è costruito per generare un impatto ambientale o sociale grazie alla collaborazione (più o meno attiva) dell'emittente, i *social* e *green bonds* possono variare a seconda di come i ricavi dell'emissione sono impiegati, il rischio dell'investimento è bilanciato, o di come sono convenuti i tempi di realizzazione dell'impatto sociale o ambientale o i doveri dell'emittente.

³³ Le linee guida ICMA ammettono l'emissione di *green* o *social bonds* per il rifinanziamento di enti o progetti già beneficiari di precedenti emissioni. Vanno nella stessa direzione anche gli *EU Green Bond Standards*, cfr. par. 3.3 della «Usability Guide. TEG Proposal for an EU Green Bond», 2020. Una simile prassi è coerente con il concetto di finanza sostenibile e la sua intrinseca propensione a operare nel lungo periodo, cfr. per tutti l'*Action Plan* europeo del marzo 2018, cit.

³⁴ Cfr., per i *green bonds*, ICMA, *Green Bond Principles*, cit., al paragrafo 1, che individua le attività imprenditoriali capaci di generare un positivo impatto ambientale. Tali attività sono suddivise per categorie (es. energie rinnovabili, prevenzione e controllo dell'inquinamento, o tutela delle biodiversità). L'espansione del numero di categorie di progetti qualificabili come a positivo impatto ambientale costituisce la principale variazione delle linee guida da un'edizione all'altra. Per i *social bonds*, cfr. ICMA, *Social Bond Principles*, cit., al paragrafo 1.

In particolare, in un tentativo di delimitazione della fattispecie, sembra possibile suddividere le obbligazioni tematiche in macro-categorie in ragione delle modalità di remunerazione del sottoscrittore (par. 4), delle forme di finanziamento del beneficiario da parte dell'emittente (par. 5) e dei tempi di realizzazione dell'impatto ambientale o sociale (par. 6).

4. La remunerazione del sottoscrittore e il rischio finanziario dell'investimento

Le obbligazioni tematiche possono anzitutto differenziarsi con riferimento alla remunerazione del sottoscrittore e al rischio dell'investimento, con ampia libertà attribuita al regolamento del prestito obbligazionario e alla delibera di emissione.

Al pari di quanto accade per le obbligazioni tradizionali, anche il regolamento d'emissione di *green* o *social bonds* potrà prevedere che la restituzione degli interessi sia, interamente³⁵ o in parte, esposta al rendimento economico della società emittente. Fermo il diritto alla restituzione del capitale³⁶, si ritiene ammissibile la previsione nel regolamento d'emissione di una remunerazione dipendente dalla realizzazione dell'impatto ambientale o sociale. Questi ultimi sono ciò che le linee guida dell'ICMA qualificano come *green* o *social* «project bond»³⁷, i quali sembrano configurabili nel nostro ordinamento ai

³⁵ Non sembra che l'emissione di obbligazioni prive di remunerazione (che ad esempio prevedano esclusivamente la restituzione del capitale al netto dell'inflazione) sia incompatibile con l'attribuzione della qualifica di *green* o *social bond*. L'assenza di una remunerazione potrebbe, al più, impedirne la sottoscrizione da parte di fondi di investimento o investitori professionali.

³⁶ Anche per quella parte della dottrina che legge nella riforma del 2003 un superamento della tradizionale dicotomia tra capitale di rischio e capitale di debito «simboleggiata dal dualismo azioni/obbligazioni» restano comunque elementi distintivi delle obbligazioni: *i*) la natura di «titoli di massa» e *ii*) il diritto al rimborso del capitale. Tale diritto sembra indirettamente ricavabile dalla lettera dell'art. 2410 c.c., che al 2° comma ammette la variabilità in relazione a fattori esterni dei soli «tempi ed entità del pagamento degli interessi». Cfr. per tutti M. Stella Richter Jr., *Strumenti finanziari e società per azioni*, cit., da cui il virgolettato.

Diversamente, per gli strumenti finanziari ai sensi dell'art. 2411, comma 2°, c.c., anche quando denominati obbligazioni, la restituzione del capitale può essere condizionata, nei tempi e nell'entità del rimborso, all'andamento economico della società.

³⁷ Cfr. ICMA, *Green Bond Principles*, cit., Appendice I; e ICMA, *Social Bond Principles*, cit., Appendice I. Vicini a queste dinamiche sono gli emergenti «Sustainability-Linked Bond», recentemente emessi dal Gruppo ENEL, a testimonianza della forte creatività del mercato dell'*impact investing*. Il *bond* di 1,5 miliardi di dollari USA prevede una cedola che aumenterebbe di 25 bps laddove il gruppo ENEL non dovesse raggiungere, entro il 31 dicembre 2021, una percentuale di capacità installata da fonti di energia rinnovabili (su base consolidata) pari o superiore al 55% della capacità attuale totale. Info a <https://corporate.enel.it/it/media/press/d/2019/12/enel-riceve-i-premi-ifr-esg-issuer-e-yankee-bond-dell'anno-per-i-suoi-innovativi-sdg-linked-bond>.

sensi dell'art. 2411, comma 2°, c.c. Tale disposizione prevede, infatti, che i «tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società». La lettera della norma non sembra, dunque, escludere la possibilità di associare la remunerazione dell'investimento a parametri diversi da quello dell'andamento economico della società, purché siano criteri oggettivi (come già accade per le obbligazioni connesse a indici «esterni», quali, ad esempio, le obbligazioni la cui remunerazione muta al variare del prezzo di determinate merci – c.d. «commodities linked» –, o al rapporto di cambio con moneta estera – c.d. «forex linked»³⁸). Conseguentemente, sembra possibile ricondurre alla fattispecie normativa quei *green* o *social bonds* che condizionino in tutto o in parte il pagamento degli interessi alla realizzazione dell'impatto ambientale o sociale, anche quando quest'ultimo sia attuato da un soggetto diverso dall'emittente. *A fortiori*, rientra nell'ipotesi di cui all'art. 2411, comma 2°, c.c., il *bond* la cui remunerazione sia connessa all'andamento della società emittente dal punto di visto sociale o ambientale.

Gli strumenti finanziari di cui si discute possono, altresì, atteggiarsi diversamente in termini di rischio per il sottoscrittore. I *green* o *social bonds* potrebbero essere emessi come obbligazioni subordinate (di cui all'art. 2441, comma 1°, c.c.; art. 32, comma 19, d.l. n. 22 giugno 2012, n. 83 convertito in legge 134/2012 per i c.d. *minibond*; art. 12, comma 7, T.U.B. per le banche), come obbligazioni c.d. a premio, o come obbligazioni convertibili in azioni. Ancora, similmente alle obbligazioni tradizionali, le obbligazioni tematiche possono distinguersi sulla base dell'esistenza di garanzie reali, personali o di qualsiasi altra natura (art. 2414-*bis* c.c.)³⁹.

Anche per i *social* o *green bonds* emessi come titoli di debito potranno essere previste tutte le varianti di contenuto ammesse per le obbligazioni di s.p.a. (in termini di pagamento degli interessi, postergazione, garanzie, ecc.), con la sola eccezione, come è noto, della convertibilità dei titoli di debito in quote di s.r.l.

³⁸ Sulle diverse declinazioni delle obbligazioni con riferimento alle forme di remunerazioni dipendenti da indici, non solo interni (relativi alla gestione dell'emittente), ma anche esterni come negli esempi del testo, di veda per tutti A. Giannelli, *Sub art. 2411*, in M. Notari - L. Bianchi (a cura di), *Obbligazioni. Bilancio*, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, Egea, 2006, p. 27 ss.

³⁹ Anzi, gli stessi *Green Bond Principles* prevedono espressamente i cosiddetti «Green Securitised Bonds», definiti come: «a bond collateralised by one or more specific Green Project(s), including but not limited to covered bonds, ABS [ossia *asset-backed securities*] o MBS [ossia *mortgage-backed security*], and other structures; and aligned with the GBP. The first source of repayment is generally the cash flows of the assets», Appendice I. Medesima previsione si rinviene nei *Social Bond Principles*, cit., Appendice I.

5. Obbligazioni «lending based» e «grant based»

Dall'osservazione del mercato italiano di *social bonds* emerge un'ulteriore distinzione rispetto alle modalità di finanziamento del beneficiario ad opera dell'emittente. Il riferimento è ai *social bonds* «grant based» e ai *social bonds* «loan based»⁴⁰.

Nei cosiddetti «grant-based social bonds», l'emittente si impegna a devolvere una determinata percentuale del capitale raccolto tramite l'emissione al finanziamento di progetti, enti o categorie di enti, mediante attribuzioni a titolo gratuito al beneficiario.

Nei «loan-based social bonds», invece, il capitale raccolto mediante l'emissione di obbligazioni è utilizzato per la creazione di un *plafond* che permetterà all'emittente⁴¹ di erogare prestiti a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle di mercato⁴². I *social bonds* «loan based» permettono, dunque, di instaurare un interessante effetto leva che mira a ridurre la dipendenza degli enti del terzo settore dalle tradizionali fonti di sostentamento fondate su donazioni o altre attribuzioni liberali⁴³.

Una distinzione fra obbligazioni tematiche «grant based» e «loan based», invece, non risulta espressamente «formalizzata» dalla prassi con riferimento

⁴⁰ Distinzione già rilevata da A. Mazzullo, *Diritto dell'imprenditoria sociale*, Torino, Giappichelli, 2019, in particolare pp. 465-466.

⁴¹ Se l'attività di concessione di finanziamento è esercitata in modo professionale e organizzato, l'emittente sarà necessariamente una banca o un intermediario finanziario autorizzato da Banca d'Italia e iscritto in apposito Albo, ex art. 106 T.U.B.

⁴² Entrambe le categorie di *social bonds* sono state emesse, ad esempio, da UBI Banca. Si vedano, come esempio di «grant-based social bond», l'emissione dedicata al progetto «UBI Comunità per la Fondazione Umberto Veronesi»; e come esempio di «loan-based social bond», l'emissione dedicata al progetto «UBI Comunità per l'imprenditorialità sociale del sistema CGM». Informazioni a https://www.ubibanca.com/Social_bond.

⁴³ Al medesimo obiettivo, ossia a «favorire il finanziamento ed il sostegno delle attività» degli enti del terzo settore, puntano i titoli di solidarietà, introdotti e regolati dall'art. 77 del d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117 (cosiddetto Codice del Terzo settore), da cui il virgolettato. I titoli di solidarietà sono obbligazioni «ed altri titoli di debito, non subordinati, non convertibili e non scambiabili», con scadenza non inferiore a 36 mesi, che non conferiscono il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari né sono collegati a uno strumento derivato. Essi possono essere emessi da istituti di credito autorizzati a operare in Italia e impongono all'emittente di destinare tutte le risorse raccolte «ad impieghi» a favore di enti del terzo settore non commerciali (enti definiti dall'articolo 79, comma 5, e iscritti al Registro unico nazionale del terzo settore), a titolo di finanziamento o a titolo di liberalità (secondo quando disposto dall'art. 77, comma 5). Le somme non allocate nei 12 mesi dalla loro raccolta devono essere utilizzate per la sottoscrizione e l'acquisto di titoli di Stato (cfr. art. 77, comma 2, lett. c)). Per un commento si veda E. Bani, *I titoli di solidarietà e le altre forme di finanza sociale nel Codice del Terzo Settore*, in M. Gorgoni (a cura di), *Il codice del terzo settore. Commento al Decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 117*, Pisa, Pacini Giuridica, 2018, pp. 377 ss.

ai *green bonds*, nel cui mercato si rinvergono, tuttavia, entrambi i tipi di obbligazioni.

6. L'impatto non finanziario e i suoi tempi di realizzazione: obbligazione a impatto istantaneo versus obbligazioni a prestazione non finanziaria «di lungo periodo»

Le obbligazioni tematiche possono poi differenziarsi con riferimento ai tempi e alle modalità di realizzazione dell'impatto sociale o ambientale. In particolare, è possibile distinguere tra obbligazioni in cui l'impatto si verifica all'atto stesso di finanziamento del beneficiario ad opera dell'emittente, e obbligazioni il cui impatto si realizza solo successivamente al finanziamento, per mezzo della necessaria collaborazione del beneficiario.

Nel primo caso, l'impatto si identifica con il finanziamento, a fondo perduto o mediante finanziamento agevolato, del beneficiario, mentre è irrilevante come lo stesso utilizzerà in concreto gli investimenti ricevuti. Ciò si verifica quando l'impatto sociale o ambientale coincide con l'oggetto sociale dell'ente destinatario del finanziamento, il quale è ritenuto, per sua natura, generatore di un beneficio comune. È questo il caso, ad esempio, di *social bonds* emessi per finanziare il centro per la ricerca oncologica Alfa. In questa ipotesi, l'impatto coincide e si realizza con l'atto di finanziamento del beneficiario.

Diversamente, in altri casi l'impatto ambientale o sociale viene misurato, secondo quanto programmato al momento dell'emissione, sulla base dell'attività svolta in concreto dal beneficiario, distribuita nel tempo. In questa ipotesi, la realizzazione dell'impatto non è rimessa soltanto al comportamento dell'emittente, ma risulta altresì influenzata dalle iniziative assunte dal beneficiario. Questo è, ad esempio, il caso in cui le obbligazioni siano emesse per finanziare la riforestazione di determinate aree boschive, o la costruzione di un ospedale: in queste ipotesi l'impatto si realizzerà solo se e quando il beneficiario riuscirà a concludere l'attività di riforestazione o la costruzione dell'ospedale. La necessaria collaborazione del beneficiario per la generazione dell'impatto rende maggiormente complessa non solo la fase di selezione dello stesso, ma anche le attività di controllo e tracciabilità dei proventi; ciò, a maggior ragione, quando vi sia identità tra emittente e beneficiario.

7. Certificazioni e strumenti di autoregolamentazione. Il progetto di certificazione europea per le obbligazioni «verdi»

Il mercato internazionale di obbligazioni tematiche è cresciuto negli anni anche grazie all'opera di definizione e autoregolamentazione offerta da linee

guida e certificazioni di settore. Tra queste, in *primis*, i già menzionati *Green Bond Principles* e *Social Bond Principles*, curati dall'ICMA con l'obiettivo ultimo di raccogliere consenso tra gli operatori su una definizione comune di *green* e *social bond*, così da migliorare l'integrità del relativo mercato. Tali linee guida si rivolgono a potenziali emittenti, individuando, come visto⁴⁴, le quattro componenti essenziali per un'emissione «credibile».

Quantomeno con riferimento a una tipologia di obbligazioni «verdi», il contenuto dei principi ICMA può acquisire maggiore coerenza se l'obbligazione è certificata come «Certified Climate Bond», certificazione privata elaborata nel contesto della *Climate Bond Initiative*, proprio al fine di assicurare maggior integrità al mercato dei *green bonds*⁴⁵. Come suggerisce il nome, i *Certified Climate Bonds* hanno *target* d'impatto più circoscritto rispetto ai *Green Bond Principles*, in quanto si concentrano su quella sottocategoria di progetti a impatto ambientale finalizzati a ridurre o rallentare gli effetti negativi del cambiamento climatico⁴⁶. Per ottenere la certificazione in sede di emissione è necessario che l'obbligazione soddisfi specifici requisiti al momento della richiesta (c.d. *pre-issuance requirements*⁴⁷, se la certificazione è chiesta prima dell'emissione, o anche i c.d. *post-issuance requirements*⁴⁸, se la domanda di certificazione è presentata per strumenti finanziari già emessi) previsti dai «Climate Bonds Standard» e verificati da un soggetto indipendente che certifichi la conformità dell'emissione agli standard. Affinché lo strumento possa conservare nel tempo la qualifica è inoltre necessario che mantenga i requisiti «post-issuance» durante l'intero arco di vita dell'obbli-

⁴⁴ *Supra*, par. 3.

⁴⁵ I «Climate Bonds Standard» si autodichiarano come conformi e integranti i *Green Bond Principles* dell'ICMA: così CBI, *Climate Bonds Standard. Version 3.0*, 2019, disponibili a <https://www.climatebonds.net/standard/about>, p. 4.

⁴⁶ Possono, inoltre, essere certificati come conformi ai *Climate Bonds Standard* non solo obbligazioni, ma anche prestiti e altri strumenti finanziari ibridi, purché riconducibili al conferimento di capitale di debito. In ogni caso, la «certificazione» di conformità non è attribuita all'ente emittente, ma al singolo prodotto finanziario.

⁴⁷ Sinteticamente, i c.d. *Pre-Issuance Requirements*, di cui alla sezione «A», richiedono all'emittente di: (1) individuare chiaramente gli «Eligible Projects & Assets» associati con l'emissione (alla cui definizione è dedicata la sezione «D» delle linee guida; cfr. anche sez. A, par. nn. 1.2 e 1.3); (2) indicare la metodologia adottata per la selezione di tali progetti, e quale sia il loro impatto sul cambiamento climatico (sez. A, par. 2); (3) dichiarare le procedure che si utilizzeranno per assicurare la tracciabilità dei proventi dell'emissione (sez. A, par. 3.1.1), la gestione dei proventi eventualmente non allocati (sez. A, par. 3.1.2) e gli accantonamenti previsti (sez. A, par. 3.1.3); (4) garantire un'adeguata informazione agli investitori, in sede di emissione (sez. A, par. 4).

⁴⁸ I c.d. *Post-Issuance Requirements* regolano l'impiego e la gestione dei proventi dell'emissione (sez. B, par. 5 e 7); le procedure di valutazione continuativa di progetti e beni (sez. B, par. 6); e l'attività di reporting periodico (sez. B, par. 8).

gazione⁴⁹. Una volta ottenuta la certificazione, infatti, l'emissione può essere inserita in un'apposita banca dati, con la conseguenza che il sopravvenuto mancato rispetto delle linee guida sarà sanzionato con la revoca dell'etichetta e la relativa pubblicizzazione⁵⁰.

Anche il processo normativo europeo in tema di finanza sostenibile si pone nella direzione di garanzia dell'integrità del mercato dei *green bonds*. Tale percorso raggiunge un momento cruciale nel 2016 con la costituzione, ad opera della Commissione Europea, del *High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) le cui osservazioni sono poi state in larga parte recepite dall'*Action Plan «Financing Sustainable Growth»* della Commissione europea (del marzo 2018). In risposta alle conclusioni dell'HLEG, la Commissione ha esplicitamente affermato la centralità della finanza privata per la transizione verso un'economia europea più sostenibile⁵¹ e circolare⁵², e ha predisposto un pacchetto di interventi programmatici complessivamente finalizzati ad agevolare lo sviluppo del mercato di finanza (privata) orientata a investimenti socialmente responsabili⁵³. Essa ha altresì istituito il *Technical*

⁴⁹ Diversamente dalle linee guida dell'ICMA, gli standard prevedono un meccanismo di verifica *in itinere*. L'emittente è ossia tenuto a comunicare uno specifico «post-issuance report» entro 24 mesi dall'emissione. Parallelamente, deve essere predisposto un rapporto periodico per gli obbligazionisti e per la *Climate Bonds Initiative* con cadenza almeno annuale (cfr. sez. B, par. 8).

⁵⁰ Cfr. CBI, *Climate Bonds Standard*, cit., allegato 3.

⁵¹ Si veda l'*Action Plan «Financing Sustainable Growth»*, cit., e gli atti a questo conseguenti.

⁵² L'obiettivo di una transizione verso un'economia circolare era già stato posto dalla Commissione Europea nel 2015, con la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *L'anello mancante – Piano d'azione dell'Unione europea per l'economia circolare*, COM(2015) 614 final. Il costo complessivo di una transizione a una economia circolare entro il 2025 è stato stimato essere pari a circa 350 miliardi di euro, di cui meno del 10% è stato messo a disposizione dalla Banca Europea degli Investimenti e dalla Commissione, con la conseguente necessità di coinvolgere il mercato degli investimenti privati; cfr. Commissione Europea, *Accelerating the Transition to the Circular Economy. Improving Access to Finance for Circular Economy Projects*, 2019, p. 5.

⁵³ L'*Action Plan* del marzo 2018, cit., si pone tre obiettivi principali – «reorient capital flows towards sustainable investment, in order to achieve sustainable and inclusive growth; manage financial risks stemming from climate change, environmental degradation and social issues; and foster transparency and long-termism in financial and economic activity» – in ragione dei quali individua dieci azioni di intervento programmatico, sintetizzabili come segue: (1) istituire un sistema di classificazione delle attività sostenibili unificato a livello dell'UE; (2) creare regole e sistemi di certificazione per i prodotti finanziari sostenibili; (3) promuovere gli investimenti in progetti sostenibili; (4) integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria; (5) elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità; (6) migliorare l'integrazione della sostenibilità nei rating e nelle ricerche di mercato; (7) chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e degli *asset ma-*

Expert Group on Sustainable Finance (TEG)⁵⁴ nel giugno 2018 con il mandato, tra gli altri, di assistere la Commissione Europea nella costruzione di standard e certificazioni per prodotti finanziari «green». Il TEG ha, dunque, invitato la Commissione a creare gli «EU Green Bond Standard», linee guida europee ad adesione volontaria volte a certificare un'obbligazione come «verde»⁵⁵.

Sull'esempio delle linee guida ICMA, anche gli *EU Green Bond Standard* prevedono la nomina di un revisore esterno responsabile per la certifi-

nager; (8) integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali; (9) rafforzare l'informativa in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile; (10) promuovere un governo sostenibile delle società e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali.

Alcune azioni programmatiche sono in uno stato di implementazione più avanzato di altre. Ad esempio, è stato adottato il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari che modifica la Direttiva 2016/2341/UE (COM(2018) 354 final); è stato altresì adottato il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio, cit., che ambisce a costruire un *framework* volto a facilitare gli investimenti sostenibili e che prevede anche l'elaborazione di una «tassonomia» che chiarisce quando un'attività economica può considerarsi generatrice di un positivo impatto ambientale ed è stata elaborata una proposta di modifica del Regolamento (EU) 2016/1011, del Parlamento europeo e del Consiglio, circa gli indici usati come riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance dei fondi di investimento in termini di emissioni. Ancora, ad esempio, risulta in attesa di pubblicazione in *Gazzetta Ufficiale*, la proposta di regolamento volto a modificare la direttiva MiFID II (Direttiva 2014/65/UE) e la «Insurance Distribution Directive» (Direttiva 2016/97/UE) al fine di includere considerazioni ESG in sede di consulenza al cliente sugli investimenti, anche in relazione alla valutazione di adeguatezza (azione n. 10). Su questa linea, la Commissione Europea ha poi istituito il *Technical Expert Group on Sustainable Finance* di cui nel testo. Mentre l'11 dicembre 2019 la Commissione ha adottato il «Green Deal Europeo» (COM(2019) 640 final).

Per un'analisi del piano d'azione dell'Unione Europea in tema di finanza e investimenti sostenibili, e più in generale sui recenti sviluppi della regolamentazione della finanza sostenibile a livello internazionale, si vedano M. Siri - S. Zhu, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in questa «Rivista», 2020, pp. 3 ss.

⁵⁴ In esecuzione della seconda azione programmatica, il TEG è stato costituito con lo scopo di assistere la Commissione Europea nell'elaborazione: (1) di un sistema di classificazione europeo volto a definire quali attività economiche siano considerabili come sostenibile in termini ambientali (c.d. «EU taxonomy for sustainable activities»); (2) degli *EU Green Bond Standard*, di cui si discute nel testo; (3) di metodologie per l'individuazione di standard unieuropei sul clima; e (4) di linee guida per migliorare la *disclosure* societaria di informazioni relative al clima. Maggiori informazioni a https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_it.

⁵⁵ TEG, *Report on Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2019, raccomandazione n. 1: «to enhance the effectiveness, transparency, accountability, comparability and credibility of the green bond market without disrupting the market, and to encourage bond issuers to issue their bonds as “EU Green Bonds”». Gli standard saranno allineati alla tassonomia europea delle attività generanti un positivo impatto ambientale (su cui *supra*, nota 22).

cazione della conformità del *bond* agli standard. Al riguardo, il TEG suggerisce di attribuire alla *European Securities and Market Authority* (ESMA) il compito di costruire un sistema di accreditamento di questi certificatori (c.d. «verifiers»)⁵⁶.

Interessante è, altresì, il progetto di estensione della certificazione «Ecolabel UE» ai prodotti finanziari⁵⁷, che il TEG raccomanda sia sviluppato in coordinamento con i lavori sugli *EU Green Bond Standard*⁵⁸.

8. Problemi comuni alle obbligazioni tematiche: l'integrità del mercato e il contenimento del fenomeno di *socialwashing* o *greenwashing*

L'esigenza di regolazione di *social* e *green bonds*, avvertita sia a livello di Unione Europea sia dalle associazioni di categoria operative in ambito internazionale, muove dal bisogno di contenere un fenomeno che viene definito *socialwashing* o *greenwashing*, al cui rischio è soggetto, più in generale, tutto il settore della finanza «socialmente responsabile»⁵⁹. Sussiste, infatti, il rischio che strumenti finanziari tradizionali siano emessi sotto il nome di «social bond» o «green bond» al solo fine di attrarre investitori sensibili a istanze di sostenibilità o per migliorare la reputazione dell'emittente nel mercato, senza che alcun obiettivo sociale o ambientale sia poi effettivamente perseguito.

Questi fenomeni sono lesivi sia degli interessi dei singoli investitori, fissati nel contratto di sottoscrizione, sia dell'interesse generale a evitare turbamenti al regolare andamento del mercato. Il contenimento di condotte di *socialwashing* o *greenwashing* è posto, infatti, in primo luogo, a salvaguardia dell'investitore che acquista gli strumenti finanziari facendo affidamento sul fatto che i proventi di questi saranno utilizzati, così come promesso in sede di emissione dall'emittente, per generare un beneficio comune determinato: se la *ratio* dell'investimento è la generazione dell'impatto, gli interessi non finanziari

⁵⁶ TEG, *Report on Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2019, raccomandazione n. 2.

⁵⁷ «Ecolabel UE», com'è noto, è un marchio volontario di certificazione ecologica di prodotti e servizi; cfr. https://europa.eu/youreurope/business/product-requirements/labels-markings/ecolabel/index_en.htm.

⁵⁸ TEG, *Report on Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2019, raccomandazione n. 9.

⁵⁹ Al contenimento di fenomeni di *greenwashing* mira anche, espressamente, il progetto dell'Unione Europea di regolamentazione dei *Green Bond Standard*: «The EU-GBS is designed to further promote this transparency and the market's integrity, especially with respect to concerns relating to possible misrepresentation of projects' green or sustainable aspects, objectives or impact (i.e. "greenwashing")», così TEG, *Report on Proposal for an EU Green Bond Standard*, cit., al paragrafo 7.2. Sul tema si vedano le riflessioni di S.K. Park, *Social Bonds for Sustainable Development*, cit., in particolare p. 234.

del sottoscrittore diventano parte integrante del contratto, compenetrandone la causa.

In secondo luogo, assicurare l'«integrità» di tali strumenti finanziari è fondamentale per garantire il corretto funzionamento del relativo mercato. Aggiungere al tradizionale rapporto obbligazionario l'impegno dell'emittente alla realizzazione di uno specifico impatto ambientale o sociale accresce, rispetto alle obbligazioni tradizionali, i conflitti di interesse, sia perché tendenzialmente aumentano i soggetti coinvolti, sia perché gli interessi coinvolti hanno natura eterogenea (interesse economico alla remunerazione e interesse non economico alla generazione dell'impatto). La gestione di molteplici interessi, ancor più se tra loro eterogenei, può comportare un innalzamento dei costi di agenzia nonché dei costi legati alla predisposizione del regolamento del prestito obbligazionario, di informazione e rendicontazione, o di controllo sulla realizzazione dell'impatto, con la conseguenza che i *green* e *social bonds* saranno complessivamente più costosi per l'emittente rispetto a obbligazioni tradizionali. L'assunzione di maggiori costi da parte dell'emittente resta coerente con la sua natura lucrativa in quanto sarà realisticamente ponderata con l'aspettativa di un ritorno economico, in termini di pubblicità, miglioramento della reputazione nel mercato o altro, che l'emittente avrà considerato in sede di emissione di obbligazioni tematiche. Vi è dunque l'esigenza generale di fissare regole che, nonostante le complessità dello strumento, riescano ad assicurarne la credibilità, evitandone un uso improprio. Qui il tema non è quello dell'opportunità di innalzare il livello di *compliance* delle imprese imponendo alle stesse maggiori doveri e responsabilità sociali o ambientali, quanto invece quello di assicurare che le imprese, se sollecitano il risparmio sulla base di motivazioni di carattere non finanziario, facciano poi ciò che hanno dichiarato di fare; questo mediante la costruzione di un quadro normativo che valorizzi l'autonomia privata, rassicurando l'investitore e predisponendo un assetto rimediale efficiente, a contrasto di possibili abusi dell'emittente.

In termini generali, si può affermare che il criterio guida per le soluzioni da adottare di volta in volta non potrà che essere il regolamento d'emissione, che disciplina le condizioni del rapporto e definisce programmaticamente modalità, misura e livello di incidenza della realizzazione dell'impatto sociale o ambientale. Il regolamento può, infatti, già fissare in sé non soltanto l'enunciazione dell'impatto, ma anche prevedere la specifica destinazione delle risorse raccolte e le modalità di attribuzione agli enti beneficiari o ai progetti d'impatto; nonché prevedere l'istituzione di organismi indipendenti di controllo. Il regolamento è in grado, poi, di assolvere ai doveri informativi che fanno carico all'emittente, stabiliti secondo regole di settore o ulteriori

rispetto a queste⁶⁰. In conclusione, in base alla costruzione del regolamento d'emissione è possibile definire il grado di compenetrazione della finalità di impatto sociale o ambientale nella causa del contratto di sottoscrizione, caratterizzando così il profilo funzionale dello strumento finanziario, e verificare la rilevanza della destinazione nel caso concreto già sotto il profilo genetico del rapporto.

L'ampiezza delle possibili configurazioni funzionali che lo strumento finanziario può assumere, in particolare in ordine alle modalità di realizzazione dell'impatto, si riflettono anche sul piano dei rimedi, non consentendo di individuare soluzioni adatte per qualsiasi strumento. In questo senso, deve valutarsi, da un lato, quali possono essere le conseguenze sulla validità dell'acquisto dello strumento finanziario laddove il profilo dell'impatto sociale o ambientale, nonostante la qualificazione di *social* o *green bond*, sia fin dall'origine eluso dall'emittente. Dall'altro lato, si pone il problema di tutela dell'investimento per patologie della fase (non genetica ma) funzionale del rapporto, attraverso un'utilizzazione dei capitali raccolti non coerente rispetto al programma d'impatto.

Sul piano funzionale, emergono almeno tre momenti di criticità e connessi profili di rilievo per l'ordinamento giuridico:

1) la necessità di assicurare che il capitale raccolto mediante l'emissione sia destinato, dall'emittente, al progetto o all'ente individuato nel contratto. Ciò pone problemi di tracciabilità dei proventi, di trasparenza e adeguatezza dei flussi informativi dall'emittente all'obbligazionista, e di quali siano i poteri di controllo dei sottoscrittori sull'emittente;

2) la necessità di assicurare che i proventi allocati al progetto o all'ente contrattualmente identificato come beneficiario siano concretamente destinati alla generazione dell'impatto ambientale o sociale ove specificato. Il tema, da un lato, presuppone la questione della definizione dell'impatto e della diligenza dell'emittente nell'identificazione del beneficiario che già si pongono in fase genetica del rapporto, dall'altro, laddove sia necessaria la collaborazione del beneficiario per il perfezionamento dell'impatto (vedi *supra* par. 6), sorgono nuovi problemi di controllo sull'attività dell'ente beneficiario ad opera dell'emittente o dell'investitore qualora l'emittente si identifichi con il beneficiario, nonché profili di *disclosure* da quest'ultimo all'emittente;

3) infine, la questione si pone sul piano dei rimedi, nell'individuazione degli strumenti di tutela a fronte dell'inadempimento all'impegno a generare l'impatto ambientale o sociale.

⁶⁰ V. *infra*, par. 10.

9. Come garantire l'allocazione del capitale al beneficiario: selezione del beneficiario e tracciabilità dei proventi dell'emissione

È possibile che un *bond* permetta una perfetta tracciabilità dei proventi, e quindi ancor prima si possa chiaramente individuare il progetto o l'ente destinatario del finanziamento, ma questo non generi alcun impatto ambientale o sociale.

È certamente rimesso alla scienza decidere cosa sia considerabile come positivo impatto ambientale (stabilendo, ad esempio, soglie limite d'emissione di gas inquinanti), ed è proprio di scelte prettamente politiche definire cosa possa considerarsi come risultato di successo in una prospettiva sociale, e dunque ancor prima quali obiettivi sociali si ponga una specifica comunità in un determinato momento storico⁶¹. Al più, una volta normativamente individuate le attività a impatto (obiettivo cui ambisce il Regolamento UE 2020/852 con la costruzione di una tassonomia per le attività d'impresa «verdi»⁶²) sarà necessario assicurare, con meccanismi di certificazione o mediante la previsione di controlli in sede di emissione, che il progetto collegato all'emissione di *social* o *green bonds* rientri tra quelli ammessi dall'ordinamento o dal sistema di certificazione. Tuttavia, la condizione soggettiva dell'emittente nella fase formativa del rapporto non sembra irrilevante. In particolare, oltre all'ipotesi – perseguibile dall'ordinamento – in cui l'emittente selezioni in mala fede un beneficiario inadeguato a generare l'impatto, si pone la questione circa la sussistenza, a carico dell'emittente in buona fede, di un dovere di diligenza qualificato nella selezione del beneficiario, sia in fase formativa del rapporto sia successivamente nella sua attuazione concreta. Dovere di diligenza che può essere fonte di responsabilità e che dovrebbe variare in relazione alla concreta fattispecie e alla qualità dei soggetti del rapporto (emittente e sottoscrittore).

Il grado di dettaglio nell'individuazione del beneficiario e dell'impatto, che in assenza di una definizione normativa è rimessa al regolamento d'emissione,

⁶¹ Così, ad esempio, mentre un progetto volto a incentivare l'accesso delle donne a un percorso scolastico superiore poteva essere considerato un obiettivo sociale, in Italia, negli anni '70 del Novecento, periodo in cui l'accesso femminile alla scuola superiore di secondo grado era ancora molto contenuto, non sarebbe più meritevole d'attenzione oggi, dove le donne diplomate sono il 63,8% contro il 59,7% e, con riferimento ai titoli di studio terziario, la quota femminile è pari al 22,1% e quella maschile al 16,5% (dati ISTAT aggiornati al 2018). È evidente che gli obiettivi sociali variano in ragione del contesto socioculturale e dello specifico momento storico; la loro determinazione è dunque questione tutta politica.

⁶² Cfr. *supra*, nota 22. Sul punto è interessante notare come Ferrovie dello Stato ha definito la sua emissione di *green bonds* del 2019 come già conforme alla tassonomia europea (nella versione allora in circolazione): v. <https://www.fsitaliane.it/content/fsitaliane/it/investor-relations/debito-e-credit-rating/green-bond-framework.html>.

non sembra, invece, incidere sulla validità del rapporto. Tuttavia, esso ma non è per ciò stesso irrilevante. Una destinazione delle risorse secondo modalità non conformi al previsto beneficio comune, infatti, raramente si realizzerà attraverso il mancato adempimento di un obbligo di destinazione delle risorse analiticamente determinato nel programma di emissione. All'opposto, una generica previsione di impatto consente all'emittente una discrezionalità nell'utilizzazione dei fondi tale da poter sfociare nell'arbitrio e quindi in un comportamento che, se per la genericità dei riferimenti non è definibile in termini di specifico inadempimento alla prestazione contrattuale, costituisce certamente un'esecuzione del contratto non conforme a buona fede.

Diverso è il caso di *project bonds* – cioè tutti i casi in cui i tempi o le modalità di pagamento degli interessi delle obbligazioni emesse siano parametrati all'andamento del progetto sociale o ambientale⁶³ – in cui è necessario che la definizione dell'impatto sia specifica e supportata da idonea quantificazione⁶⁴. Il pagamento degli interessi, infatti, può sì variare nei tempi e nei modi, purché esso dipenda da parametri oggettivi (così art. 2411, comma 2°, c.c.). In questo caso sarà quindi necessario individuare chiare soglie quantitative d'impatto, al superamento delle quali si applicheranno le specifiche modalità di remunerazione.

Ulteriori criticità degli strumenti finanziari in esame possono poi rinvenirsi in sede di allocazione delle somme, di cui deve essere verificabile la destinazione alla realizzazione dell'impatto, allo scopo di evitare indebite distrazioni. In questa prospettiva ciò che rileva non è tanto lo specifico obiettivo sociale o ambientale individuato, quanto i tempi di generazione dell'impatto (ovvero se questo si realizza all'atto del finanziamento dall'emittente al beneficiario, o se per realizzarsi richiede l'attivazione di quest'ultimo)⁶⁵, e/o l'identificazione tra beneficiario ed emittente.

Su questo tema, i principi dell'ICMA, così come il progetto di *Green Bond Standard* dell'Unione Europea, suggeriscono all'emittente di stabilire apposite procedure di tracciabilità dei proventi. Ciò non sembra tuttavia sufficiente nel caso in cui l'emittente sia anche il beneficiario dell'emissione, ipotesi in cui appare necessario assicurare un'idonea separazione patrimoniale. La fattispecie è duplice. Nel caso in cui l'interesse non finanziario che caratterizza l'emissione coincida con l'interesse sociale dell'emittente e sia dunque attuato dal normale

⁶³ Cfr. *supra*, par. 4.

⁶⁴ Esistono ormai numerosi standard funzionali alla misurazione dell'impatto ambientale e sociale, tra cui si segnalano i *GRI Standards* elaborati dalla Global Reporting Initiative (<https://www.globalreporting.org/standards/>), e nuovi strumenti e tecniche di misurazione dei risultati non finanziari tra i quali si veda, per il solo impatto sociale, l'indice c.d. «SROI», acronimo di «Social Return on Investment».

⁶⁵ Cfr. *supra*, par. 6.

perseguimento dell'oggetto sociale ad opera di quest'ultimo, non sembrano sorgere criticità circa la commistione patrimoniale tra i proventi dell'emissione e il patrimonio dell'emittente. È questo il caso, ad esempio, di un'impresa sociale costituita in forma di s.p.a., ai sensi del d.lgs. n. 112/2017 (purché l'attività esercitata dalla stessa coincida con l'impatto individuato in sede di emissione): l'emissione di obbligazioni assicura l'automatica destinazione di risorse al finanziamento dell'attività della società, che è di per sé generatrice di un beneficio comune. Qui è l'ente stesso che strutturalmente si propone di perseguire un interesse non finanziario, destinando dunque il capitale raccolto, anche mediante emissione di obbligazioni, all'esercizio di una attività d'impresa per sua natura capace di realizzare il positivo impatto sociale o ambientale previsto in sede di emissione.

Altresì, è questo il caso di società-veicolo appositamente costituita, il cui oggetto si identifichi con l'impatto sociale o ambientale del *bond*. La costituzione di una società-veicolo permette, infatti, di creare un vincolo di destinazione, grazie al quale l'attività della stessa è finalizzata solamente alla realizzazione dell'attività d'impatto, riducendo al minimo il rischio di una distrazione di risorse ad opera dell'emittente.

Diverso è il caso in cui le obbligazioni siano emesse da imprese lucrative con l'obiettivo di finanziare propri programmi o attività a impatto sociale o ambientale, distinti e collaterali rispetto all'attività d'impresa principale⁶⁶. In queste ipotesi, se non si utilizza lo strumento della società-veicolo, si rendono necessarie altre forme di separazione patrimoniale capaci di garantire che le somme rivenienti dalla raccolta siano allocate ai progetti specificati nel regolamento d'emissione. In caso di società per azioni, parrebbe dunque adeguato costituire un patrimonio destinato ai sensi degli artt. 2447-*bis* ss. c.c.⁶⁷. Se alla costituzione di un patrimonio destinato si accompagnano complicazioni

⁶⁶ È questo il caso, ad esempio, dell'emissione di *social bonds* nel 2018 da parte di Danone, in cui gli 1,4 milioni di euro di capitale raccolto sono stati destinati al finanziamento del programma di supporto economico e psicologico alla maternità dei dipendenti, il cui costo è stato coperto, per il 79% del totale, dai proventi dell'emissione. È il cosiddetto «Danone Global Parental Policy», su cui si veda il «Social Bond Report» del 2018, disponibile a: https://www.danone.com/content/dam/danone-corp/danone-com/investors/en-social-bond/2018/socialbond/Danone_2018_Social_Bond_Reporting.pdf.

⁶⁷ In tema di patrimonio destinato, si vedano, *ex multis*, P. Ferro Luzzi, *La disciplina dei patrimoni separati*, in «Rivista delle società», 2002, pp. 121 ss.; F. Fimmanò, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2008; B. Inzitari, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447 bis, lettera a) cod. civ.*, in «Il diritto fallimentare e delle società commerciali», 2003, pp. 369 ss.; M. Lamandini, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17-01-2003, n. 6*, in «Rivista delle società», 2003, pp. 490 ss.; e G. Strampelli, *Profili contabili dei patrimoni destinati*, in «Rivista delle società», 2011, pp. 585 ss.

in termini di costi di pubblicità (*ex art. 2447-quater c.c.*) e rendicontazione (dovendo essere tenute apposite e separate scritture contabili *ex art. 2447-sexies c.c.*), nonché in termini di incertezza, stante il diritto di opposizione dei creditori preesistenti entro sessanta giorni dall'iscrizione della delibera nel registro delle imprese (*ex art. 2447-quater c.c.*), essa permette tuttavia di assicurare il contenimento dei conflitti di interessi «interpatrimoniali»⁶⁸ fra la società emittente le obbligazioni e il patrimonio destinato. La reciproca separazione patrimoniale si pone a tutela sia dei sottoscrittori dei *social* o *green bonds* – in ragione della netta destinazione dei proventi al solo specifico progetto a impatto – sia dei creditori sociali che non subiranno la concorrenza di ulteriori creditori.

Evitando che il capitale raccolto sia impiegato in attività diverse rispetto a quanto promesso in sede di emissione, la costituzione di una società-veicolo o di un patrimonio destinato si pongono, inoltre, a tutela dell'interesse pubblico all'integrità del mercato degli strumenti finanziari di cui si discute.

10. I diritti informativi dell'investitore e i poteri di controllo sul perseguimento degli obiettivi non finanziari

Le linee guida ICMA⁶⁹, i *Climate Bond Standard*⁷⁰ e gli *EU Green Bond Standard*⁷¹ attribuiscono un ruolo centrale all'informazione degli investitori

⁶⁸ Espressione di F. Di Sabato, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in «Banca borsa e titoli di credito», 2004, pp. 13 ss.

⁶⁹ Entrambe le linee guida ICMA su *social* e *green bonds* dedicano al «reporting» il paragrafo 4: «Issuers should make, and keep, readily available up to date information on the use of proceeds to be renewed annually until full allocation, and on a timely basis in the case of material developments. This annual report should include a list of the projects to which Social Bond proceeds have been allocated, as well as a brief description of the projects and the amounts allocated, and their expected impact», così ICMA, *Social Bond Principles*, cit. (ma sostanzialmente identica previsione si rinviene nei *Green Bond Principles*).

⁷⁰ CBI, *Climate Bonds Standard*, cit., che distingue le informative in «pre-issuance» e «post-issuance»; cfr. rispettivamente sez. A, par. 4, e sez. B, par. 8.

⁷¹ TEG, *Final report*, cit. Si veda in particolare la raccomandazione n. 5: «The TEG welcomes the recent political compromise on the sustainability-related disclosures regulation [è fatto qui riferimento all'accordo politico tra il Presidente del Consiglio dell'Unione Europea e il Parlamento europeo, su cui si veda il comunicato stampa disponibile a <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2019/03/07/sustainable-finance-presidency-and-parliament-reach-political-agreement-on-transparency-rules/>] and recommends that the European Commission adopts an ambitious disclosures regime on green bond holdings for institutional investors: Through the development of delegated acts in the context of the sustainability-related Disclosures Regulation for institutional investors in the EU, the TEG recommends that

sia in sede di sottoscrizione dello strumento sia successivamente (in forma di rendicontazione con cadenza periodica). L'informativa dovrebbe contenere, con minime differenze, la dichiarazione del rispetto dei relativi principi o standard, l'identificazione dell'ente o progetto beneficiario e i criteri d'individuazione dello stesso, i termini di destinazione dei proventi alla generazione dell'impatto e le modalità di loro tracciabilità⁷².

Ferma la possibilità, per l'emittente, di prevedere meccanismi di trasparenza ulteriori rispetto a quelli legali, i diritti d'informazione dei sottoscrittori di *social* o *green bonds* variano in relazione alle caratteristiche del soggetto emittente.

In primo luogo, se i *social* o *green bonds* sono emessi da «soggetti abilitati» ai sensi dell'art. 1, lett. *r*), T.U.F.⁷³, essi possono considerarsi prodotti «etici» o «socialmente responsabili» di cui all'art. 117-ter T.U.F. (si veda in particolare l'art. 136, comma 1, lett. *d*), Regolamento Intermediari)⁷⁴. Ne

the European Commission adopts an ambitious regime for periodic disclosure of EU Green Bonds and other green bond holdings by institutional investors such as asset managers, pension funds and insurance undertakings. Underwriters should also disclose the portion of green bonds underwritten».

⁷² Il tema è espressamente richiamato dal Regolamento UE 2020/852, cit., in particolare al considerando 21. Diffuso è anche il riferimento alla nomina di un revisore esterno che attesti la conformità dell'emissione agli standard e/o verifichi l'utilizzo dei proventi, le informazioni rese pubbliche e la realizzazione dell'impatto (cfr. le linee guida ICMA, sezione «External Reviewer»). Si veda anche, con riferimento agli *EU Green Bond Standard*, *supra*, par. 7.

⁷³ Ossia «le SIM, le imprese di investimento UE con succursale in Italia, le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia, le SGR, le società di gestione UE con succursale in Italia, le SICAV, le SICAF, i GEFIA UE con succursale in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia con succursale in Italia, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del T.U. bancario, le banche italiane e le banche UE con succursale in Italia autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento», così art. 1, lett. *r*), T.U.F., come modificato dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

⁷⁴ Previsto con legge 28 dicembre 2005, n. 262 (legge sul risparmio), e successivamente modificato dal d.lgs. 21 maggio 2018, n. 68, l'art. 117-ter T.U.F. introduce, per la prima volta nell'ordinamento del mercato mobiliare italiano, il tema della finanza c.d. «etica». Tale disposizione delega alla Consob, nell'ambito della sua potestà regolamentare, la determinazione degli specifici obblighi di informazione e rendicontazione cui sono tenuti i soggetti abilitati che emettano prodotti e servizi «qualificati come etici o socialmente responsabili». La Consob ha esercitato la delega, per la prima volta, con delibera Consob n. 15961 del 30 maggio 2007 di modifica del regolamento contenente la disciplina degli intermediari finanziari (adottato con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998), inserendovi gli artt. 55-*bis* e 55-*ter*, poi riprodotti letteralmente nel nuovo Regolamento Intermediari adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, di recepimento della direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID I). Tale disciplina è infine stata riprodotta dagli artt. 136 e 137 Regolamento Intermediari adottato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018. Cfr. Consob, Documento di consultazione del 7 febbraio 2007 – *Disposizioni attuative dell'art. 117-ter del T.U.F., introdotto dalla legge n. 262/2005, in materia di finanza etica*, 2007. Per un commento, si vedano G. Bosi, *Art. 117-ter. Disposizioni*

consegue che, allo «scopo di fornire indicazioni sicure agli investitori e di prevenire abusi nell'impiego di tale qualificazione»⁷⁵, il prospetto informativo dovrà prevedere contenuti ulteriori. Ai sensi dell'art. 136 Regolamento Intermediari, il prospetto informativo dovrà ossia indicare, per quanto qui rileva: gli obiettivi e le caratteristiche in relazione ai quali il prodotto è qualificato come etico o socialmente responsabile (lett. *a*); l'eventuale destinazione dei proventi generati dai prodotti offerti a iniziative di carattere sociale o ambientale nonché la relativa misura (lett. *d*); le eventuali procedure predisposte per assicurare il perseguimento degli obiettivi «compresa la presenza di organi specializzati istituiti all'interno dei soggetti abilitati e delle imprese di assicurazione e le relative funzioni» (lett. *e*); e l'eventuale adesione a codici di autoregolamentazione (lett. *f*). Tali maggiori oneri informativi potranno, se disattesi, integrare i profili di responsabilità da prospetto, di cui all'art. 94, commi 8 e 9, T.U.F.⁷⁶.

L'emittente dovrà poi, periodicamente («almeno nell'ultima rendicontazione dell'anno relativa a prodotti e servizi qualificati come “etici” o “socialmente responsabili”») fornire, tra l'altro, informazioni su «l'eventuale destinazione per iniziative di carattere sociale o ambientale di proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura» (art. 137, lett. *c*), Regolamento Intermediari). Queste informazioni dovranno poi essere messe a disposizione, in forma sintetica, sul sito internet dell'emittente.

La centralità dell'informazione con riguardo alla fattispecie oggetto di indagine presenta criticità proprie dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari (dall'asimmetria informativa, alla standardizzazione delle condizioni del contratto, o i bias comportamentali)⁷⁷ aggiungendovi profili di complessità

in materia di finanza etica, in F. Vella (a cura di), *Commentario T.U.F.*, tomo II, Torino, Giappichelli, 2012, pp. 1215 ss.; G.G. Salvati, *Obblighi informativi e di rendicontazione relativi a prodotti e servizi qualificati come «etici» o «socialmente responsabili»*, in «Banca borsa e titoli di credito», I, 2009, pp. 90 ss.; oltre a R. Costi, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, cit.

⁷⁵ AA.VV., *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari: il commento dell'Assonime*, in «Rivista delle società», 2006, pp. 445 ss., a p. 501.

⁷⁶ Sui contenuti del prospetto d'offerta e gli enti obbligati a predisporlo si veda M. Palmieri, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, pp. 1284 ss., in particolare a pp. 1310 ss.

⁷⁷ La centralità dell'informazione si trasforma in centralità del prospetto informativo, e la predisposizione di quest'ultimo prende il posto delle negoziazioni e trattative che sono impedito dal carattere di massa dell'operazione di investimento. Per un inquadramento del tema e delle problematiche si vedano, senza alcun tentativo di esaustività, G. Strampelli, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in «Rivista delle società», 2014, pp. 991 ss.; e in generale A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.

ulteriori relativi agli elementi del rapporto di carattere non finanziario e alla misurazione dell'impatto sociale e ambientale. Una comunicazione non chiara sugli obiettivi di beneficio comune, tale da viziare la capacità di selezione e la scelta dell'investitore, solleva problemi connessi a ogni situazione di asimmetria informativa, configurando un'ipotesi di fallimento di mercato «alla Akerloff»⁷⁸, tale da pregiudicare anche gli emittenti di *social* o *green bonds* che fossero propensi a comunicare al mercato maggiori informazioni o informazioni qualitativamente più accurate circa l'elemento non finanziario dello strumento.

In secondo luogo, se l'emittente o il beneficiario rientrano nell'ambito di applicazione del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, di recepimento della Direttiva 2014/95/UE⁷⁹, l'investitore in *social* o *green bonds* potrebbe avere accesso alle informazioni non finanziarie di tali enti, depositate periodicamente insieme al bilancio d'esercizio. Il d.lgs. n. 254/2016 impone, come è noto, obblighi di comunicazione di impegni ambientali, sociali, di *governance* e trasparenza, mediante un meccanismo di *comply or explain*⁸⁰, agli «enti di interesse pubblico»

⁷⁸ G. Akerloff, *The market for «lemons»: Quality uncertainty and the market mechanism*, in «Quarterly Journal of Economics», 1970, pp. 488 ss.; per un commento all'esempio di Akerloff, si veda M. Ventoruzzo, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, Egea, 2003, pp. 147 ss.

⁷⁹ Cfr. d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, di attuazione della Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Si vedano anche il Regolamento Consob, adottato con delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018 e la Comunicazione della Commissione Europea contenente la metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, 2017/C 215/01, in GUCE 5 luglio 2017.

In dottrina si vedano, *ex multis*, G. Strampelli, *L'informazione di e per il bilancio (relazioni e la revisione contabile)*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, vol. 1, Bologna, Zanichelli, 2020, pp. 1608 ss., in particolare pp. 1632-1644; Assonime, *Gli obblighi di comunicazione delle informazioni non finanziarie*, Circolare 13/2017, Roma; S. Bruno, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, in «Rivista delle società», 2018, pp. 974 ss.; S. Fortunato, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in «Giurisprudenza commerciale», I, 2019, pp. 415 ss.; E. Bellisario, *Rischi di sostenibilità e obblighi di disclosure*, in «Nuove leggi civili commentate», I, 2017, pp. 19 ss.; N. Rondinone, *Interesse sociale vs. interesse «sociale» nei modelli organizzativi di gruppo presupposti dal d.lgs. n. 254/2016*, in «Rivista delle società», 2019, pp. 360 ss.; e M. Maugeri, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in «Rivista delle società», 2019, pp. 992 ss., con riferimento, in particolare, ai riflessi dei doveri di informazione imposti dalla direttiva sull'interesse sociale e i doveri degli amministratori.

⁸⁰ In caso di omesso deposito della relazione presso il registro delle imprese, o la sua redazione difforme dagli artt. 3 e 4 d.lgs. n. 254/2016 (salvo che il fatto costituisca reato), potranno essere soggetti a sanzione pecuniaria amministrativa gli amministratori, i componenti dell'organo di controllo interno dell'emittente (art. 8), o il revisore legale dei conti (art. 9). Si veda il documento di consultazione della Consob, del 21 luglio 2017, circa le «Disposizioni

(che l'art. 16, comma 1, d.lgs. n. 39/2010 definisce come società emittenti valori mobiliari in mercati regolamentati nell'Unione Europea, banche, compagnie di assicurazione e riassicurazione) che abbiano superato determinate soglie dimensionali in termini di numero di dipendenti e stato patrimoniale o ricavi d'esercizio (art. 2, comma 1, d.lgs. 254/2016), ovvero che siano società madri di un «gruppo di grandi dimensioni» (art. 2, comma 2, d.lgs. 254/2016). L'art. 7 del d.lgs. 254/2016, ammette, inoltre, che anche imprese non sottoposte all'obbligo possano volontariamente redigere dichiarazioni di carattere non finanziario che potranno essere «certificate» come conformi al decreto legislativo⁸¹. Tuttavia, il contenuto delle informazioni non finanziarie⁸² sembra pensato non tanto come informativa e rendicontazione per il possessore di strumenti di *impact investing*, quanto piuttosto come strumento per permettere al mercato una migliore valutazione delle capacità dell'impresa nel lungo periodo, nella crescente consapevolezza che tutti gli investitori, o almeno larga parte di essi, ricercano informazioni di carattere non finanziario in sede di valutazione dell'investimento anche per una più completa analisi dei rischi finanziari dello stesso⁸³.

attuative del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254 relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario», che sul punto specifica come: «anche le funzioni di controllo attribuite al collegio sindacale sulla conformità alla legge della DNF e la sua completezza si sostanziano principalmente in un'attività di vigilanza sull'adeguatezza di tutte le procedure, i processi e le strutture che presiedono alla produzione, rendicontazione, misurazione e rappresentazione dei risultati e delle informazioni di carattere non finanziari». Sui controlli e le sanzioni si veda G. Strampelli, *L'informazione di e per il bilancio (relazioni) e la revisione contabile*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, cit., pp. 1608 ss., a pp. 1642 ss. È dubbio se la sanzione amministrativa escluda anche profili di responsabilità civile: sul punto si veda L. Papi, *Crisi del sistema «volontaristico» e nuove frontiere europee della responsabilità sociale d'impresa*, in «Rivista del diritto commerciale», 2019, pp. 109 ss.

⁸¹ Delicato è il più ampio tema della riservatezza e dell'individuazione delle informazioni che devono essere rilasciate al mercato. Sulla questione, che non sarà trattata nel testo, si vedano le riflessioni di F. Denozza, *La nozione di informazione privilegiata tra «Shareholder Value» e «Socially Responsible Investing»*, in «Giurisprudenza commerciale», I, 2005, pp. 585 ss., in tema di informazioni privilegiate. L'Autore anticipa problemi e temi che oggi si pongono con maggior forza in ragione dell'entrata in vigore della Direttiva sulle informazioni non finanziarie, all'epoca ancora in discussione.

⁸² Cfr. artt. 3 e 4, d.lgs. n. 254/2016. In particolare, lo stesso art. 3 chiarisce che le informazioni non finanziarie sono dichiarate «tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa» e nella misura necessaria «ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta».

⁸³ Cfr. S. Fortunato, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, cit., p. 714; G. Strampelli, *L'informazione di e per il bilancio (relazioni) e la revisione contabile*, cit.; V.E. Harper Ho, *Risk-related activism: The business case for monitoring nonfinancial risk*, in «Journal of Corporation Law», 2016, pp. 647 ss.

In terzo luogo, se la società emittente è una s.p.a. chiusa, l'acquisizione di informazioni sull'andamento della società emittente (e non anche, se diverso, sulla condotta del beneficiario, che è invece rilevante per le obbligazioni il cui impatto non si realizzi in modo istantaneo⁸⁴) si potrebbe conseguire in sede di organizzazione di gruppo (v. subito *infra*, par. 11).

Un diverso tema che risulta connesso e rilevante sul piano dei poteri di controllo dell'investitore sul perseguimento degli obiettivi non finanziari è, infine, quello dei conflitti di interesse che potrebbero sorgere a fronte dell'esistenza di relazioni economiche tra emittente e beneficiario (come, ad esempio, nel caso in cui il beneficiario che sia partner commerciale strategico dell'emittente). Dovrebbe essere evitato che, nell'inconsapevolezza degli investitori, l'emittente impieghi i proventi dell'emissione per finanziare partner economici selezionati in base a ragioni economiche e non anche per la loro capacità di generare un impatto sociale o ambientale. È dubbio, tuttavia, se i doveri di *disclosure* dei rapporti (di fonte legale⁸⁵ o contrattuale che siano) tra beneficiario ed emittente siano soddisfacenti, nella prospettiva in esame, o se invece sia necessario riflettere in tema di obblighi di comportamento dell'emittente in presenza di un possibile conflitto d'interessi.

11. L'organizzazione di gruppo

Come è noto, a fronte dell'emissione di obbligazioni da parte di s.p.a., chiuse e aperte, è prevista *ex lege* l'istituzione di un'organizzazione di gruppo *ex artt.* 2415 ss. c.c., costituita dall'assemblea degli obbligazionisti e dal rappresentante comune⁸⁶. A fronte dell'emissione di obbligazioni tematiche, do-

⁸⁴ Sulla distinzione tra obbligazioni a impatto istantaneo e obbligazioni a prestazione non finanziaria di lungo periodo, si veda *supra*, par. 6.

⁸⁵ Si pensi, ad esempio, alla disciplina prevista da gli artt. 120 ss. T.U.F. che impongono all'emittente che sia società quotata nei mercati regolamentati obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti e reciproche (artt. 120-121) e circa l'esistenza di patti parasociali attinenti al diritto di voto (artt. 122-123), nonché, più in generale, la predisposizione di una relazione sulla gestione e sugli assetti proprietari (si veda per tutti, A. Tucci, *Gli assetti proprietari delle società quotate*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, cit., pp. 1542 ss.).

⁸⁶ La costituzione dell'assemblea degli obbligazionisti è obbligatoria ed è posta a tutela degli obbligazionisti, ma anche a tutela della società emittente, che può così interfacciarsi con un unico soggetto, che opera a maggioranza, senza dover trattare con ogni singolo obbligazionista. Cfr. G. Campobasso, *Le obbligazioni*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (a cura di), *Trattato delle Società per azioni*, V, Torino, UTET, 1988, pp. 488 ss.; e R. Sacchi, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, Giuffrè, 1978, pp. 173 ss. In tema di organizzazione di gruppo degli obbligazionisti, si veda G. Pellegrino, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, Giuffrè, 2008.

vrà dunque essere costituita un'apposita assemblea dei sottoscrittori di obbligazioni «verdi» o «a impatto sociale», conformemente all'interpretazione che impone la costituzione di un'assemblea per ogni emissione di obbligazioni, identificandosi, il comune interesse degli obbligazionisti, in relazione a ciascuna singola emissione e non con la generica qualità di obbligazionista⁸⁷.

Tale assemblea delibera su tutte le materie attribuite alla sua competenza dall'art. 2415, comma 1°, c.c., tra cui rientrano anche le modificazioni delle condizioni di prestito (comma 1°, n. 2)⁸⁸. Tra le condizioni di prestito di un *social* o *green bond*, la cui modifica richiede dunque l'approvazione da parte dell'assemblea speciale, sembra ragionevole ricomprendere le modifiche del beneficio comune alla cui realizzazione devono essere destinati i proventi dell'emissione, a prescindere dalla genericità della definizione di impatto prevista in sede di emissione. Se gli obiettivi non finanziari sono declinati in modo specifico dall'emittente, ogni variazione rilevante in termini di beneficiario, tempi e modalità di suo finanziamento dovrà essere sottoposta all'assemblea speciale; all'opposto, se l'obiettivo non finanziario è individuato in modo generico in sede di emissione, la sua declinazione in concreto deve ritenersi rimessa alla discrezionalità dell'emittente secondo buona fede, ma una variazione sostanziale dovrebbe essere sottoposta all'attenzione dell'assemblea speciale.

Similmente, dovrebbero essere approvate dall'assemblea speciale le modifiche degli obiettivi di impatto qualora a questi siano commisurati i tempi e i modi di pagamento degli interessi (ipotesi di c.d. «project bond»⁸⁹).

Sorge il dubbio, invece, se successivamente all'emissione sia possibile «convertire» *social* e *green bonds* in obbligazioni tradizionali per mezzo di una decisione adottata a maggioranza, o se invece ciò debba essere oggetto di contrattazione con ciascun singolo obbligazionista. Il tema richiama il dibattito su quali

⁸⁷ La questione è da tempo pacifica in dottrina. Si vedano, ad esempio, G. Campobasso, *Le obbligazioni*, cit., p. 493; G. Frè, *Società per azioni*, 5ª ed., in Commentario Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1982, p. 615; A. Lonciari, *Il conflitto di interessi tra portatori di obbligazioni diverse*, in «Rivista delle società», 1995, pp. 69 ss; T. Ascarelli, *Problemi in tema di titoli obbligazionari*, in «Banca borsa e titoli di credito», I, 1951, pp. 38 ss.; e A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1960, p. 317.

⁸⁸ Tutte le delibere dell'assemblea speciale degli obbligazionisti sono adottate secondo le modalità, e dunque nel rispetto dei quorum, previsti dalla legge per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria degli azionisti. Con specifico e unico riferimento all'ipotesi di cui all'art. 2415, comma 1°, n. 2, c.c., in particolare, è sempre necessario, anche in un'eventuale seconda convocazione, il voto favorevole degli obbligazionisti che rappresentino almeno la metà delle obbligazioni emesse ma non estinte (così art. 2415, comma 3°, c.c.). Cfr. L. Pisani, *Commento all'art. 2415 c.c.*, in M. Campobasso et. al. (a cura di), *Le società per azioni. Commentario Abbadessa-Portale*, I, Milano, Giuffrè, 2016, pp. 2070 ss.

⁸⁹ Cfr. *supra*, par. 4.

siano gli elementi tipizzanti la fattispecie del prestito obbligazionario la cui modifica non può essere deliberata a maggioranza⁹⁰. A prescindere dalle modalità di prestazione del consenso alla «conversione» da parte degli obbligazionisti, ammettere, successivamente all'emissione, una variazione delle finalità del *social* o *green bond* volta a eliminare l'elemento non finanziario può porsi in tensione con l'esigenza di tutela dell'integrità del relativo mercato.

In ogni caso, in ragione di espressa deroga agli artt. 2415-2419 c.c., prevista dall'art. 12, comma 3, T.U.B., l'organizzazione di gruppo non opera *ex lege* per le banche, che sono ad oggi ancora tra i maggiori emittenti di *social* o *green bonds*⁹¹.

Per quanto concerne i titoli di debito di s.r.l., infine, l'organizzazione di gruppo non è automaticamente costituita al momento dell'emissione, ed eventuali modifiche delle condizioni del prestito e delle modalità di rimborso dovranno essere negoziate dalla società con ciascun singolo possessore del titolo. Tuttavia, nella decisione di emissione è possibile prevedere diversamente, rimettendo tali modificazioni del rapporto alla decisione della maggioranza dei possessori dei titoli di debito (art. 2483, 3° comma, c.c.) e regolando liberamente le forme di organizzazione di gruppo degli stessi⁹².

⁹⁰ Cfr., *ex multis*, A. Giannelli, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi Patrimoni destinati*, in AA.VV., *Diritto delle società*, 5ª ed., Milano, Giuffrè, 2012, pp. 168 ss.; G. Campobasso, *Le obbligazioni*, cit., p. 487; P. Casella, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, 1983, p. 74. Questa interpretazione è criticata da altri autori in ragione del rischio che una negoziazione individuale possa impedire l'attuazione di un piano di ristrutturazione in caso di crisi d'impresa: cfr., ad esempio, L. Autuori, *Sub artt. 2415-2420*, in M. Notari - L. Bianchi (a cura di), *Obbligazioni, Bilancio*, cit., pp. 216 ss.; G. Niccolini, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in «Rivista del diritto commerciale», I, 1988, pp. 451 ss.

⁹¹ Per espressa previsione legislativa, alle obbligazioni emesse da banche non si applicano gran parte delle norme che regolano le obbligazioni di s.p.a., ovvero gli artt. 2410, 2412, 2413, 2414, comma 1°, n. 3, 2414-bis, 2415, 2416, 2417, 2418 e 2419 c.c. (così art. 12, d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385). Tra i contributi recenti, si veda M. Marcucci, *Art. 12. Obbligazioni e titoli di deposito emessi dalle banche*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 4ª ed., tomo I, Padova, CEDAM, 2018, pp. 154 ss. Si vedano inoltre G. Campobasso, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in «Banca borsa e titoli di credito», 1994, pp. 472 ss.; D. Galletti, «Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie, in «Banca borsa e titoli di credito», 1997, pp. 239 ss.; G. Fauceglia, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, Giuffrè, 2000; A. Blandini, *Profili cartolari dei titoli obbligazionari emessi da banche*, in «Banca borsa e titoli di credito», I, 1996, pp. 864 ss.

La deroga agli artt. 2415-2419 c.c. è stata criticata da parte della dottrina (Campobasso, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, cit., pp. 474-475), mentre è da altri giustificata sulla base delle tutele apportate ai sottoscrittori di obbligazioni bancaria sia dalla regolazione di vigilanza, sia dalla disciplina in tema di trasparenza. Si veda, ad esempio, G. Fauceglia, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., p. 3; ma anche D. Galletti, «Elasticità» della fattispecie obbligazionaria, cit., p. 247, con argomenti parzialmente diversi.

⁹² Si veda, per tutti, G. Zanonone, *Della società a responsabilità limitata*, cit., pp. 1812-1821.

12. Il problema del controllo dell'emittente sul beneficiario

Così come l'obbligazionista, anche l'emittente si può presumere interessato a che l'impatto ambientale o sociale, così come promesso in sede di emissione, si realizzi effettivamente, in quanto in caso di inadempimento nella realizzazione del beneficio comune vi è il rischio di subire danni in modo diretto (v. *infra*, par. 13) o indiretto sul piano reputazionale.

Qualora l'emittente non si identifichi con il beneficiario, in particolare, è necessario distinguere due ipotesi. Nel caso di obbligazioni a impatto istantaneo⁹³, l'emittente avrà interesse a che l'ente destinatario del finanziamento corrisponda alla categoria di beneficiari così come individuata al momento dell'emissione. Qui la questione si pone sul piano della riconducibilità dell'ente selezionato alla categoria di beneficiari prevista in sede di emissione, fase in cui l'emittente può farsi affiancare da enti terzi. Similmente a quanto accade nella fase genetica del rapporto, anche in fase esecutiva si pone la questione se sussistano, a carico dell'emittente, doveri di diligenza qualificata nella selezione del beneficiario. Ciò a maggior ragione laddove l'emittente sia una banca o un investitore professionale (cfr. *supra*, par. 8 e 9).

Diversamente, nel caso in cui l'impatto non si verifichi all'atto del finanziamento del beneficiario, ma sia necessaria la collaborazione di quest'ultimo (ad es. per la costruzione dell'ospedale, l'attività di riforestazione, ecc.), sorgono nuove questioni, ulteriori rispetto alla verifica dell'affidabilità del beneficiario, in termini di monitoraggio dell'operato di quest'ultimo ad opera dell'emittente, le quali potranno essere affrontate in via contrattuale.

Tali questioni non sono suscettibili di soluzione unitaria, ma il potere di controllo dell'emittente sul beneficiario dipenderà:

1) dalle modalità di finanziamento dell'emittente, se mediante attribuzioni a titolo gratuito (ipotesi di «grant-based bonds») o se mediante erogazione di prestiti (ipotesi di «loan-based bonds»);

2) dalla genericità degli obiettivi non finanziari come definiti nel contratto di finanziamento del beneficiario, conformemente a quanto già declinato nel regolamento d'emissione del *bond*: il controllo dell'emittente-finanziatore sul beneficiario-finanziato è potenzialmente tanto più invasivo quanto più l'obbligazione giuridica si avvicina a un'obbligazione di risultato, piuttosto che di mezzi;

3) dal contenuto del contratto di finanziamento in termini di rendicontazione e informazione periodica.

Ogni qual volta vi sia l'esigenza di monitorarne l'operato, l'emittente può prevedere, già in via negoziale, la nomina di organismi indipendenti di con-

⁹³ Sulla distinzione tra obbligazioni il cui impatto si realizzi all'atto del finanziamento del beneficiario e obbligazioni in cui per la realizzazione dell'impatto è necessaria la collaborazione del beneficiario, si rinvia a quanto discusso *supra*, par. 6.

trollo della selezione e della verifica del beneficiario, e responsabili del monitoraggio dell'attività di realizzazione dell'impatto.

13. La mancata realizzazione del beneficio comune: un inquadramento dei profili patologici. I vizi di natura genetica

L'esigenza di effettiva realizzazione dell'impatto sociale o ambientale previsto in sede di emissione di obbligazioni tematiche non si pone soltanto a tutela degli interessi particolari degli investitori in *social* o *green bonds*, ma anche nell'interesse generale di garantire l'integrità del mercato e di evitare pratiche di *socialwashing* o *greenwashing* che minino la credibilità delle obbligazioni tematiche. Quando le obbligazioni tematiche sono scambiate in mercati mobiliari, inoltre, i due profili sono strettamente connessi, perché la tutela degli investitori in *social* e *green bonds* contribuisce a creare e a mantenere la fiducia degli investitori in quel mercato⁹⁴.

L'individuazione dei possibili rimedi a fronte di patologie nel perseguimento del beneficio comune soffre, in misura ancora più grave, della complessità e disorganicità della ricostruzione della fattispecie delle obbligazioni tematiche. Non è quindi possibile dare risposte definitive; è tuttavia possibile individuare alcune direttrici principali lungo le quali verificare la capacità dell'ordinamento di reagire a fronte della mancata realizzazione dell'impatto ambientale o sociale.

Le patologie possono manifestarsi in due momenti principali:

A) nella fase genetica del rapporto;

B) nella fase «funzionale», di esecuzione del rapporto. In questa seconda ipotesi è possibile distinguere due casi:

⁹⁴ Più in generale, «la salvaguardia dei diritti e degli interessi del singolo (a prescindere, per il momento, dal suo grado di capacità e di esperienza nel settore) ridonda a beneficio del mercato nel suo complesso, in una logica di concorrenza non solo fra ordinamenti (attesa la libertà di circolazione dei capitali e la rapidità con cui possono essere trasferiti da un Paese a un altro), ma anche fra le stesse cc.dd. *trading venue*, cioè fra i diversi sistemi organizzati di scambio in cui sono eseguite le operazioni. Il rafforzamento della tutela individuale aumenta, infatti, il grado di affidabilità e di sicurezza del mercato, accentuandone la capacità di attrazione dei flussi di investimento», A. Bartalena, *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, cit., pp. 356 ss., a p. 357. Sulla stessa linea anche A. Genovese, *Il contrasto delle pratiche commerciali scorrette nel settore bancario. Gli interventi dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in V. Meli - P. Marano (a cura di), *La tutela del consumatore contro le pratiche commerciali scorrette nei mercati del credito e delle assicurazioni*, Torino, Giappichelli, 2011, pp. 41 ss.

B.1) il caso in cui l'inadempimento sia dovuto al comportamento dell'emittente, e si espliciti sul piano della selezione del beneficiario oppure con riferimento al trasferimento delle risorse raccolte con l'emissione;

B.2) il caso in cui l'inadempimento sia dovuto al comportamento del beneficiario la cui collaborazione era richiesta per la realizzazione dell'impatto⁹⁵.

Con riferimento alla fase genetica, l'emissione di obbligazioni tematiche potrebbe anzitutto essere viziata dall'individuazione di obiettivi di impatto che non realizzino in concreto alcun beneficio sul piano della sostenibilità (come, ad esempio, potrebbe essere qualora l'emissione di *green bonds* fosse finalizzata a finanziare la ripopolazione delle nutrie, specie animale pacificamente riconosciuta a livello europeo come specie invasiva). A fronte di tale condotta, quando posta in essere dolosamente dall'emittente, potrebbe configurarsi ipotesi di annullamento del contratto di sottoscrizione ai sensi dell'art. 1439 c.c., qualora il sottoscrittore non avrebbe investito se fosse stato a conoscenza dell'insostenibilità ambientale o sociale dell'impatto previsto; o ancora sorge già il dubbio se siano in concreto configurabili ipotesi di vizi del contratto tali da condurre a nullità, ad esempio, per indeterminatezza dell'oggetto. La stessa condotta potrebbe, inoltre, portare a conseguenze risarcitorie nell'ipotesi del dolo incidente (di cui all'art. 1440 c.c.) qualora i raggiri dell'emittente abbiano condotto l'obbligazionista a concludere un contratto a condizioni diverse rispetto a quelle effettivamente poste in essere (ad esempio, il sottoscrittore avrebbe anche potuto accettare un impatto meno forte in termini di sostenibilità, purché a fronte di un maggior rendimento economico dell'obbligazione).

Vizi ulteriori potrebbero poi rinvenirsi nell'individuazione di un beneficiario (o di una categoria di beneficiari) non adeguata a realizzare l'impatto fissato nel regolamento d'emissione; o, ancora, nella previsione di modalità di destinazione delle risorse non conforme allo schema delle obbligazioni tematiche.

In tutti questi casi, a fronte di un comportamento non solo doloso ma anche, probabilmente, colposo dell'emittente tale da stravolgere, nella sostanza, lo schema di *social* o *green bonds*, potranno configurarsi profili di responsabilità risarcitoria dell'emittente, con maggiori o minori complessità quanto alla prova del danno all'investitore.

Laddove applicabile, potrebbe inoltre configurarsi la fattispecie di responsabilità risarcitoria⁹⁶ «da prospetto» ai sensi dell'art. 94 T.U.F. (ivi com-

⁹⁵ Cfr. *supra*, par. 6.

⁹⁶ Sulla diatriba dottrinale circa la natura contrattuale o extracontrattuale di questa responsabilità si veda, ad esempio, la pronuncia della Corte di cassazione del 30 gennaio 2019, n. 2654 che ne conferma la natura di illecito aquiliano. Per un inquadramento del tema, si veda, per tutti, M. Palmieri, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, cit., in particolare pp. 1317 ss.

presa l'azione di classe⁹⁷), qualora in sede di emissione siano omesse o falsate informazioni che possano determinare il convincimento dell'investitore sui prodotti finanziari⁹⁸, arrivando persino a integrare il reato di falso in prospetto di cui all'art. 173-*bis* T.U.F.

Ancora, anche per le obbligazioni tematiche, a fronte di un pericolo per gli investitori o per il funzionamento e l'integrità del mercato, rileveranno le regole di c.d. «product governance» – introdotte nel T.U.F. dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, in attuazione della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II)⁹⁹ – e i connessi poteri di cosiddetta «product intervention» di Consob e Banca d'Italia (secondo la ripartizione per finalità) e, nel rispetto del principio di sussidiarietà, dell'ESMA (per quanto riguarda gli strumenti finanziari)¹⁰⁰.

Fenomeni di *socialwashing* o *greenwashing* potrebbero, poi, in quanto tali, integrare la fattispecie dell'abuso di mercato, nella sua declinazione di manipolazione del mercato¹⁰¹. In particolare, se tali pratiche si identificano nella comunicazione al mercato di informazioni non corrispondenti a realtà (o anche, per parte della dottrina, informazioni esagerate o tendenziose, per quanto non false¹⁰²) capaci di manipolare il prezzo degli strumenti finanziari in questione, potrà configurarsi l'illecito penale di cui all'art. 185 T.U.F.

⁹⁷ Azione di classe nella nuova disciplina di cui agli artt. 840-*bis* ss. c.p.c., introdotti dall'art. 1 della legge 12 aprile 2019, n. 31, che entrerà in vigore il 19 novembre 2020.

⁹⁸ Si vedano, M. Palmieri, *Offerte al pubblico e sollecitazioni di pubblico risparmio*, cit., di cui a pp. 1310 ss., C. Russo, *Commento all'art. 94 T.U.F.*, in F. Vella (a cura di), *Commentario T.U.F.*, tomo I, cit., pp. 887 ss. (sulla formulazione dell'art. 94 T.U.F. antecedente alla modifica al comma 1, apportata dal d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, e ai commi 2 e 10, ad opera del d.lgs. 11 ottobre 2012, n. 184); R. Costi - L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in G. Cottino (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, CEDAM, 2004, in particolare pp. 173 ss.; G. Ferrarini, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, Giuffrè, 1986; G.B. Portale, *Informazioni societarie e responsabilità degli intermediari*, in «Banca borsa e titoli di credito», 1982, pp. 17 ss.

⁹⁹ Cfr. in particolare art. 21, commi 2-*bis* e 2-*ter*, T.U.F. In dottrina, si vedano M. De Mari, «Product governance» e «product intervention» nella MiFID 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari?, in «Rivista di diritto dell'impresa», 2015, pp. 671 ss.; e, tra i contributi più recenti, L. Gaffuri, *I presidi in materia di governance dei prodotti*, in S. Gaffuri - L. Belleggia (a cura di), *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, Milano, Giuffrè, 2019, pp. 163 ss.

¹⁰⁰ Sullo spazio di intervento delle autorità europee rispetto a quelle nazionali si veda C. Frigeni, *Il doppio regime di autorizzazione e di vigilanza*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, cit., pp. 213 ss.

¹⁰¹ Queste disposizioni sono il risultato delle modifiche apportate al Testo Unico finanziario dal d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107 per adattare il primo al Regolamento europeo n. 596/2014 (noto come *Market Abuse Regulation*, «MAR») e, ancora prima, alla Direttiva 2014/57/UE (nota come *Market Abuse Directive 2*, o «MAD 2»).

¹⁰² In tema si veda la ricostruzione di F. D'Alessandro, *Market Abuse*, in M. Cera - G. Presti (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, cit., pp. 2166 ss., in particolare a pp. 2217-2218.

Diversamente, laddove simili condotte non incidano sul prezzo, sarà al più configurabile l'ipotesi di illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter T.U.F., purché essa integri, appunto, un'ipotesi di manipolazione del mercato¹⁰³. Entrambi¹⁰⁴ con possibile configurabilità della responsabilità dell'ente per «illecito amministrativo» di cui all'art. 187-quinquies T.U.F.¹⁰⁵.

Infine, è dubbio se il comportamento dell'ente emittente che programmaticamente emette strumenti finanziari denominati *social* o *green bonds* senza alcuna intenzione di realizzare l'impatto possa configurare un atto di concorrenza sleale nei confronti di altre imprese emittenti *social* o *green bonds* e che dunque si pongano nei confronti della prima in un rapporto di concorrenza economica.

14. (segue) I vizi in sede di esecuzione del rapporto

Con riferimento ai vizi della fase funzionale del rapporto, una volta che le obbligazioni tematiche sono state emesse e sottoscritte sorge la questione di quali strumenti possano essere attivati a fronte del mancato adempimento delle finalità di impatto in ragione delle quali è stato sottoscritto il *bond*.

¹⁰³ Cosa debba intendersi per «manipolazione del mercato» ai fini della configurabilità dell'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter T.U.F. non è chiaro, ma richiede un'operazione interpretativa tutt'altro che agevole: l'art. 187-ter sanziona, infatti, la violazione del «divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del Regolamento (UE) 596/2014», il quale tuttavia si limita a vietare genericamente le manipolazioni di mercato, definite invece dagli art. 12 MAR, quanto alle condotte e ad alcuni loro esempi, mentre per gli indicatori di manipolazioni è necessario fare riferimento agli allegati I (lett. a) e II (lett. b) MAR e all'art. 4 Reg. delegato della Commissione europea del 17 dicembre 2015, (UE) 2016/522. Dall'interpretazione congiunta di simili disposizioni – per la quale si rinvia, per tutti, a F. D'Alessandro, *Market Abuse*, cit. – emerge, per quanto qui rileva, la non necessità dell'effetto sui prezzi della condotta manipolativa.

¹⁰⁴ Sulla complessa convivenza dell'illecito penale e amministrativo, e le connesse tensioni con il principio del *ne bis in idem*, si vedano le recenti considerazioni di A. Perrone, *EU market abuse regulation: The puzzle of enforcement*, in «European Business Organization Law Review», 2020, pp. 379 ss.; e M. Ventrone, *When market abuse rules violate human rights: Grande Stevens v. Italy and the different approaches to double jeopardy in Europe and the US*, in «European Business Organization Law Review», 2015, pp. 145 ss. anche per un commento al noto caso della Corte Europea dei diritti umani *Grande Stevens e altri c. Italia* (Corte EDU, sez. II, sent. 4 marzo 2014). Su quest'ultima vicenda, si veda inoltre G.M. Flick, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?* («Materia penale», giusto processo e *ne bis in idem* nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul *market abuse*), in «Rivista delle società», 2014, pp. 953 ss.

¹⁰⁵ Per un primo commento alla norma si veda F. Santi, *La responsabilità delle «persone giuridiche» per illeciti penali e per illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in «Banca borsa e titoli di credito», 2006, pp. 81 ss.; tra i commenti più recenti, anche a seguito della modifica del comma 1 ad opera del d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, si vedano G. Ariolli - E. Pividori, *La responsabilità dell'ente per gli abusi di mercato, tra doppio binario sanzionatorio e rispetto del principio di proporzionalità*, in «Cassazione Penale», 2019, pp. 4532 ss.

Nel caso di obbligazioni il cui impatto si realizza all'atto del finanziamento del beneficiario, è possibile che l'emittente si renda inadempiente, per quanto qui rileva, sia nella destinazione dei proventi dell'emissione al progetto o ente beneficiario, sia perché finanzia un ente non corrispondente alla categoria di beneficiari prevista dal regolamento del prestito (quando il beneficiario non è già specificamente individuato in sede di emissione). Quando per la realizzazione dell'impatto è invece richiesta la collaborazione del beneficiario, l'inadempimento di quest'ultimo potrebbe dipendere unicamente dalla sua condotta illecita, oppure dalla sua incapacità «strutturale» di realizzare l'impatto, con conseguente responsabilità dell'emittente che con dolo o colpa abbia individuato un beneficiario inadeguato ad esercitare l'attività prodromica alla realizzazione dell'impatto.

L'obbligazionista potrà, dunque, pretendere l'adempimento da parte dell'emittente degli impegni assunti sulla base del regolamento d'emissione e agire per il risarcimento di eventuali danni: il concreto atteggiarsi della tutela esigibile dal sottoscrittore dipenderà da quanto sia specifica, nel contratto di emissione, la definizione del beneficio sociale o verde o, all'opposto, da quanta discrezionalità nel perseguirlo si sia riservato l'emittente.

L'investitore potrebbe agire, inoltre, per la risoluzione per inadempimento qualora sussistano i presupposti di cui all'art. 1455 c.c. e quindi allorché, nella complessa morfologia del rapporto, l'inadempimento del programma di beneficio comune non rivesta scarsa importanza rispetto al complesso dell'operazione.

Rispetto alla fattispecie in analisi, inoltre, i normali rimedi contrattuali possono assumere delle configurazioni originali. Si pensi alla destinazione a beneficio specifico di un terzo determinato e se questo possa configurare un contratto a favore di terzo, con la conseguenza che il beneficiario potrà pretendere direttamente le prestazioni a carico dell'emittente (a meno che ciò non sia espressamente escluso in sede di stipulazione). Il riconoscimento del diritto in capo al terzo beneficiario di rilevare l'inadempimento dell'emittente potrebbe operare da contrappeso all'eventuale inattività degli obbligazionisti¹⁰⁶.

Infine, l'obbligazionista risparmiatore che rientri nella definizione di consumatore potrebbe attivare i rispettivi strumenti di tutela a fronte di pratiche commerciali scorrette¹⁰⁷ – integrando, in particolare, la fattispecie della pubbli-

¹⁰⁶ Sul contratto a favore di terzi si veda, per tutti, O.T. Scozzafava, voce *Contratto a favore di terzo*, in *Enciclopedia giuridica*, IX, Roma, Treccani, 1988, pp. 6 ss. e tra i contributi più recenti U. Fusaro, *Il contratto a favore di terzi*, in V. Roppo (diretto da), *Trattato del contratto*, Milano, Giuffrè, 2006, III, pp. 175 ss.

¹⁰⁷ Sulla fattispecie di pratiche commerciali scorrette e le connesse nozioni di diligenza professionale e consumatore medio si vedano, per tutti, V. Meli, «*Diligenza professionale*», «*consumatore medio*» e *regola di de minimis*, in V. Meli - P. Marano (a cura di), *La tutela del*

cià ingannevole – in linea con la crescente tendenza dell’Autorità antitrust a intervenire a tutela del consumatore nel settore bancario e assicurativo¹⁰⁸.

15. (segue) La rilevanza del regolamento d’emissione per il contenimento del rischio di inadempimento

Molti rischi di inadempimento, nonché molte delle criticità che derivano dall’assenza di una regolazione specifica delle obbligazioni tematiche, possono essere, rispettivamente, mitigati e contenute in sede di predisposizione del regolamento d’emissione. In particolare, è possibile definire in modo specifico l’impatto oppure, se l’impatto è generico, prevederne adeguati strumenti di misurazione e relativa comunicazione periodica agli investitori, così da contenere la discrezionalità dell’emittente nell’individuazione dell’ente o progetto da finanziare. Per i soli *green bonds*, è inoltre oggi possibile ricorrere alla tassonomia UE¹⁰⁹.

L’emittente potrà decidere per la nomina di un «verificatore» esterno che attesti la coerente costruzione del *bond* rispetto all’impatto sociale o ambientale che si vuole realizzare, sull’esempio di quanto è richiesto all’emittente che voglia inserire l’emissione nella lista di Borsa italiana dedicata alle obbligazioni tematiche. In questo caso è, infatti, necessario che la natura ambientale o sociale delle obbligazioni sia certificata da un soggetto terzo dotato di adeguata competenza, che sia indipendente dalla società emittente, o dai suoi amministratori, dirigenti o consulenti, e remunerato secondo modalità tali da prevenire conflitti di interesse¹¹⁰. Per lo stesso fine di assicurare un’adeguata individuazione degli obiettivi di impatto e dei beneficiari, l’emittente può avvalersi di organismi di controllo esterni, o prevedere il ricorso ad agenzie di *rating*¹¹¹.

consumatore, cit., pp. 1 ss.; e A. Genovese, *La concretizzazione del giudizio di scorrettezza delle pratiche commerciali rivolte ai consumatori nella giurisprudenza dell’AGCM relativa al settore bancario e il divieto di pratiche commerciali scorrette come principio generale dell’ordinamento*, relazione tenuta al II convegno nazionale organizzato da «Orizzonti del diritto commerciale», dell’11 febbraio 2011, disponibile sul sito www.orizzontideldirittocommerciale.it.

¹⁰⁸ In tema, si vedano V. Meli - P. Marano (a cura di), *La tutela del consumatore*, cit.; e M. Libertini, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in M. Grillo (a cura di), *Mercati finanziari e protezione del consumatore*, Milano, Brioschi, 2010, pp. 21 ss.

¹⁰⁹ Regolamento UE 2020/852. Cfr. *supra*, nota 22.

¹¹⁰ Informazioni disponibili online a <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/greenbondsbridge/accediallista.htm>.

¹¹¹ Sul tema delle agenzie di *rating* e della loro influenza sulle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio, si vedano F. Vella - R. Ghetti, *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in «Giurisprudenza commerciale», I, 2016, pp. 762 ss.

La costruzione del regolamento d'emissione potrebbe anche contenere il rischio di distrazione dei proventi ad opera dell'emittente, mediante la previsione di dettagliate modalità di destinazione delle risorse al beneficiario e di verificabili meccanismi di tracciabilità e controllo delle stesse.

Ancora, il regolamento d'emissione potrà prevedere in capo all'emittente doveri informativi a vantaggio degli investitori, ulteriori rispetto a quelli legali, circa la selezione del beneficiario (quando non sia già individuato in sede di emissione), la destinazione dei proventi dell'emissione o i progressi nella realizzazione dell'impatto; conformemente a quanto suggerito dall'ICMA¹¹².

Infine, è possibile incidere già in sede di emissione sul piano dei rimedi: attribuendo al beneficiario, in via negoziale, poteri di *enforcement* del contratto; oppure prevedendo *covenants* o introducendo clausole volte a disincentivare l'emittente dal discostarsi dagli obiettivi di impatto.

DILETTA LENZI, Assegnista di ricerca in diritto commerciale, Università degli Studi di Firenze, Dipartimento di Scienze Giuridiche, Via delle Pandette, 35, 50127 Firenze, Italia, diletta.lenzi@unifi.it.

Diletta Lenzi, *Impact Investing within the Italian Legal Framework. From Special Rules to General Principles: The Case of Green and Social Bonds*

This paper analyses (corporate) social and green bonds, which are commonly defined as debt securities whose proceeds are used to finance projects or ventures aiming to achieve positive social or environmental outcomes. The paper examines market practices and international guidelines to identify the main characteristics of social and green bonds, given that there are neither a legal definition nor specific rules for social and green bonds. It then analyses how these financial instruments can be regulated within the Italian legal framework and which enforcement mechanisms apply in case of non-compliance with non-financial obligations.

Keywords: Sustainable Finance; Sustainable and Responsible Investment; Impact Investing; Social Bonds; Green Bonds.

JEL Classification: G30; K20; K22; K42; M14; Q01.

[Data ricezione: 15 luglio 2020; data accettazione: 7 agosto 2020]

¹¹² Si veda quanto discusso ai paragrafi 3 e 10.