

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Sostenibilità, gestione di impresa e mercati finanziari: gerarchie ed equilibri

SOMMARIO: 1. I diversi aspetti della “sostenibilità” – 2. Strumenti finanziari e obiettivi di sostenibilità: quale capitale è idoneo a finanziare la transizione? – 3. Assetti patrimoniali e mancanza di strumenti di capitale “verde”: tra esigenze di normazione e problemi di tecnica regolamentare – 4. Il capitale di rischio come finanziamento generale dell’attività di impresa: il problema dell’individuazione dei soggetti “sostenibili” – 5. L’approccio del Regolamento (UE) 852/2020 e del Regolamento Delegato 2139/2021 – 6. Lineamenti di un possibile intervento legislativo: tra oggetto, struttura e integrazione degli scopi di sostenibilità nell’interesse sociale – 7. L’esperienza italiana: l’integrazione dello scopo di sostenibilità “esterna” nelle società comuni – 7.1. Le società con struttura e oggetto “sostenibile” e i relativi principi di gestione – 7.2. La gestione della società benefit tra due o più “sostenibilità”: quale equilibrio? – 7.3. La società benefit come modello per le emissioni di “azioni verdi”?

1. I diversi aspetti della “sostenibilità”

Il concetto (e il tema) “sostenibilità” ha acquisito uno spazio sempre più centrale nella quotidianità di tutti i cittadini, divenendo rilevante al punto da *approdare* sulle scrivanie dei decisori politici sino ai più alti livelli.

In anni di crisi climatica e di promozione di politiche di inclusione sociale si è, perciò, giustamente arrivati alla conclusione che fosse necessario, da un lato, individuare le singole criticità poste dalle diverse attività dei cittadini (produttive e non solo) nella rispettiva società e, dall’altro, fissare degli obiettivi che non compromettessero lo sviluppo e il progresso sociale.

Allo scopo di promuovere il progresso dell’uomo e della (o meglio, delle) società, l’Agenda 2030 dell’ONU ha individuato cinque “aree di intervento” e, per ciascuna di esse, ha fissato diciassette “obiettivi di sviluppo sostenibile”. I decisori politici nazionali (e, nel nostro caso, anche europei) hanno così rivolto l’attenzione anche alla “sostenibilità esterna” dell’attività di impresa¹ e, conseguentemente, il settore privato.

¹ Ciò anche alla luce, ritiene la Commissione europea, dell’insuccesso delle politiche precedenti, incentrate prevalentemente su un insieme di incentivi di natura fiscale, sovvenzioni e restrizioni. Cfr. sul punto, le considerazioni contenute nella

Gli intermediari più avveduti hanno deciso di guardare al fattore ambientale come elemento macroeconomico e di lungo periodo, riorientando così le strategie – altrettanto di lungo periodo – dei propri investimenti².

Il legislatore – principalmente europeo – e le autorità di vigilanza hanno dedicato un grande sforzo intellettuale e politico per definire tutti quegli strumenti normativi e di vigilanza funzionali a raggiungere questi obiettivi di sostenibilità. Si è, infatti, colta l'evidenza che l'integrazione dei fattori ESG nella struttura organizzativa e produttiva delle imprese ha impatti – positivi – sulla probabilità di *default* e sui premi per il rischio richiesti dagli investitori vari nel tempo³.

In sostanza, una impresa che *abbraccia* e conforma la propria attività agli obiettivi di sviluppo sostenibile migliora le proprie prospettive

COM(2018) 97 final sul «piano di azione per finanziare la crescita sostenibile. Si v., inoltre, A. M. PACCES, *The Role of EU Securities Regulation in Sustainable Corporate Governance*, in, *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünwald (a cura di), Cham, 2024, 157 ss. In particolare, si v. 160 – 167, in cui l'A. delinea le diverse teorie economiche e giuridiche attorno cui il legislatore, precedente e odierno, avrebbe sviluppato le proprie politiche in materia di “finanza sostenibile” e, in particolare, le ragioni di *policy* per l'attuale approccio regolamentare con riferimento alla concentrazione dell'investimento azionario *diretto* verso gli investitori istituzionali.

² Cfr., per es., il documento pubblicato da Goldman Sachs Europe SE per quanto riguarda le «strategie gestite centralmente» per quanto alcune linee di gestione portafogli. Il documento è reperibile al seguente link: <https://www.goldmansachs.com/disclosures/sustainable-finance/centrally-managed-strategies-summary-translations-Italian.pdf> e l'articolo di S. MUNDY, *Finance sector seeks to plug impact investing gap with new 'taskforce'*, in www.financialtimes.com, 27 novembre 2023, reperibile al seguente link: <https://www.ft.com/content/d05d219a-5deb-4b4b-a52a-1523b346cf73>. Va inoltre sottolineato come, parallelamente agli obiettivi ambientali, il settore privato abbia – almeno sinora – interpretato gli ulteriori aspetti (e gli obiettivi) di inclusione nella formulazione delle proprie strategie commerciali delle imprese intendendoli come fattori per la crescita della propria quota nei mercati di riferimento (e, dunque, come strumenti di aumento dei ricavi).

³ Cfr. F. FERRIANI, M. PERICOLI, *ESG risks and corporate viability: insights from default probability term structure analysis*, Roma, 2024 e la correlata notizia a firma di E. CECCHINATO, *Rischi ESG e probabilità di default delle imprese*, in www.dirittobancario.it, 2 dicembre 2024, reperibile al seguente link: <https://www.dirittobancario.it/art/rischi-esg-e-probabilita-di-default-delle-imprese/>

economiche e la capacità di reperire finanziamenti per la propria attività⁴.

Si vuole, in sostanza, *indurre* il sistema economico e produttivo a riorientare le proprie attività conformemente alle indicazioni dell'Agenda 2030. Ciò, tuttavia, non deve mettere in *ombra* le implicazioni sulla “sostenibilità interna” delle imprese⁵.

Il Codice di Corporate Governance evidenzia più chiaramente questo problema, laddove si intende la “sostenibilità” in modo più *neutro*, prevedendo che gli amministratori di società quotate devono ricercare (e conseguire) un equilibrio costante tra sostenibilità “*interna*” ed “*esterna*” dell'attività di impresa, tra interesse dei soci e interesse degli – altri – portatori di interessi su cui l'attività di impresa va ad incidere⁶.

Infatti, le attuali politiche in materia di c.d. “finanza sostenibile” (o, meglio, la disciplina finora adottata in materia di «investimenti con caratteristiche di ecosostenibilità») consentono alle imprese che

⁴ Su tutti gli aspetti sopra elencati, si v. la recente opera di F. RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella “galassia”*, Torino, 2024. Sull'adeguata composizione degli organi sociali come intervento attuativo (e, a sua volta, come strumento di attuazione di politiche ESG da parte degli intermediari bancari), si v. G. ALFANO, *Fattori ESG e adeguata composizione del Cda delle banche nel quadro della CRD VI*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 420 ss.

⁵ Sebbene con riferimento alla nuova – e allora proposta di – *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*, si v. sul punto le posizioni critiche espresse da M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss. sulla vaghezza delle politiche – e delle conseguenti previsioni di doveri degli amministratori – in punto di *ecocompatibilità* dell'attività di impresa.

⁶ Infatti, secondo il Codice di Corporate Governance, «l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile», il quale viene poi definito come quel particolare «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società». Cfr. sul punto M. SIRI, S. ZHU, *Integrating Sustainability in EU Corporate Governance Codes*, in *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (a cura di), Cham, 2024, 211 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Sostenibilità e doveri, poteri e diritti degli amministratori. Riflessioni sul diritto societario nell'antropocene*, in *Riv. soc.*, 2024, 1081 ss.; M. VENTORUZZO, *Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul «successo sostenibile»*, in *Riv. soc.*, 2024, 129 ss.

vogliono essere o diventare «ecosostenibili» di finanziarsi sul mercato solo raccogliendo capitale di debito “verde”, trascurando che un corretto finanziamento delle attività di impresa – sia sostenibile o non sostenibile – passa, in primo luogo, da un adeguato finanziamento del capitale di rischio e da un sufficiente equilibrio e diversificazione delle fonti di finanziamento.

Gli obiettivi di sostenibilità implicano, almeno sotto il profilo logico, riconfigurazioni più o meno profonde della complessiva organizzazione produttiva delle imprese emittenti. Riorganizzazione della produzione che comporta ingenti investimenti – non solo di natura finanziaria – nella riconversione dell’organizzazione produttiva integrando o sostituendo intere linee di produzione, nella ricerca di fonti di materie prime (che siano almeno più) sostenibili, nella ricerca di metodi o nell’utilizzo di strumenti per l’efficientamento dei consumi o la produzione autonoma di energia, nella eventuale riconversione lavorativa del personale, etc.

Tutte operazioni il cui compimento potrebbe anche comportare una alterazione nell’immediato del profilo di rischio dell’emittente e che, perciò, potrebbero rendere lo strumento obbligazionario meno *adatto* alla soddisfazione di questi *bisogni* (ri-)organizzativi dell’impresa. Ciò, peraltro, nel caso in cui si considerino solo le imprese *preesistenti*.

Nelle attuali politiche e normative nulla si prevede in ordine alle nuove imprese che vogliono operare nel “settore” della transizione sostenibile e che vogliono nascere, crescere ed essere *riconoscibili* come “imprese sostenibili” al pari (se non più) di quelle imprese preesistenti che sono *diventate* sostenibili.

La più recente legislazione europea, di poco precedente alla Relazione Draghi⁷, gli sforzi si sono concentrati esclusivamente (o

⁷ Sebbene nel più ampio contesto delle proposte sul settore finanziario europeo, la c.d. “Relazione Draghi” delinea gli obiettivi di riconfigurazione del sistema finanziario per generare innovazione in Europa – fattore che ben può, peraltro, perseguire gli obiettivi di sostenibilità – sottolineando che un *buon* sistema finanziario è un sistema non (troppo) bancocentrico e in cui gli operatori, perciò, si finanziano ricorrendo al mercato di capitale di rischio o almeno al mercato del capitale di debito a lunga scadenza. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *The future of European competitiveness* (fasc. Part B), Bruxelles, 2024. In part, il rilievo secondo cui «*a financial structure that favours innovation should, therefore, not be dependent on bank financing. At a minimum, it should be at least partly equity-financed and/or have long-term debt financing. One reason why transformational technological*

quasi) sulla regolazione della raccolta del capitale di debito “verde” e sono stati del tutto trascurati gli strumenti di capitale di rischio.

Ciò sembra lasciare incompleto il ciclo di finanziamento della transizione sostenibile per il settore privato e, in particolare, lascia incompleto il ciclo di quelle imprese che vogliono impegnare la propria attività principalmente, ove non esclusivamente, a uno o più obiettivi di sostenibilità.

Peraltro, la Commissione europea con la Comunicazione sulla *Savings and Investments Union*⁸ non sembra abbia intenzione di prendere in considerazione strumenti di “capitale verde” che, al pari delle ormai note «obbligazioni verdi», possano incorporare obiettivi di sostenibilità come elementi strutturali dell’investimento.

Le nuove priorità *politiche* dell’Unione – e in Italia – nel settore finanziario sono oggi rivolte anche al recupero della competitività e attrattività dei propri mercati finanziari⁹ e ciò impone una riflessione sull’opportunità di creare (o, meglio, *regolare*) investimenti in strumenti di “capitale verde”.

2. *Strumenti finanziari e obiettivi di sostenibilità: quale capitale è idoneo a finanziare la transizione?*

Da tempo ormai il mercato e il legislatore (europeo) cercano di trovare un metodo per consentire una incorporazione giuridicamente efficace degli obiettivi di sostenibilità nei titoli e, dunque, renderli un elemento strutturale della relazione tra emittente e investitore.

Ciò nel convincimento che la *transizione* verso la sostenibilità – ambientale, ma non solo – debba essere *finanziata* dagli operatori del

innovations have tended to occur in countries with market-based financial systems is that these systems tend to foster venture capital companies».

⁸ COM(2025) 124 final, reperibile al seguente link: https://finance.ec.europa.eu/document/download/13085856-09c8-4040-918e-890a1ed7dbf2_en?filename=250319-communication-savings-investments-union_en.pdf

⁹ E, dunque, allo sviluppo e aumento dell’accesso delle imprese europee e al conseguente aumento degli investimenti nel capitale di rischio raccolto. Cfr. gli interventi delineati in MINISTERO DELL’ECONOMIA E DELLE FINANZE, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022, 12-14 e 19 ss.

settore – tanto industriale, quanto finanziario – raccogliendo sul mercato il capitale necessario per conseguirla¹⁰.

E, infatti, con il Regolamento (UE) 2088/2019 (c.d. “SFDR”) individua il novero dei «prodotti finanziari» soggetti agli obblighi uniformi in materia di informativa e integrazione dei rischi di sostenibilità. Tuttavia, i «prodotti» elencati nella definizione di cui al n. 12 dell’art. 2, par. 1, del SFDR sono, a prima evidenza, prodotti *gestiti*.

Nella prospettiva di quella disciplina, l’intermediario (il «partecipante al mercato» o il «consulente finanziario») mantiene un ruolo determinante tanto nella valutazione, selezione e acquisto degli investimenti con caratteristiche e obiettivi di sostenibilità in base alle correlate politiche di integrazione e mitigazione dei rischi, sia poi nell’assolvimento degli – uniformi – obblighi di informativa e di trasparenza con la clientela e con il mercato per quel che riguarda gli aspetti dei singoli prodotti offerti ai clienti e nel continuo per quanto concerne la gestione degli investimenti compresi nei portafogli o degli altri prodotti (per es., le polizze vita)¹¹.

Ciò anche perché con la promozione di questi investimenti è necessario conseguire non solo un ritorno economico, ma un *impatto* extra-finanziario e, perciò, l’opera professionale dell’intermediario (gestore o consulente) diviene essenziale tanto nella determinazione delle proprie strategie interne, quanto nella selezione al momento dell’investimento e nella valutazione e misurazione degli impatti dell’investimento rispetto agli obiettivi¹².

Fino a poco tempo fa mancava una normativa che si occupasse specificamente di valori mobiliari che *incorporano* uno o più obiettivi

¹⁰ Cfr. Considerando nn. da 3 a 9 al Regolamento (UE) 852/2020 e la Decisione n. 1386/2013/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

¹¹ Cfr. sul punto le considerazioni di A. M. PACCES, *op. cit.*, per quel che concerne proprio la considerazione del ruolo degli investitori istituzionali – in veste di gestori degli investimenti ecosostenibili – nelle prospettive politico-economiche del legislatore europeo.

¹² Si consideri a questo proposito quanto stabilito dalla Consob con il Richiamo d’Attenzione 25 luglio 2024 n. 1, in cui l’Autorità delinea gli obblighi e alcuni «esempi di prassi minime positive e negative» degli intermediari italiani con riferimento agli obblighi di informativa e valutazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti ai sensi del SFDR allo scopo di contrastare fenomeni di c.d. “*green washing*”. Il richiamo è reperibile al seguente link: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/richiamo-di-attenzione-n.-1/24-del-25-luglio-2024>.

di sostenibilità. Si sono, però, sviluppate delle prassi tra gli emittenti per emettere strumenti destinati a finanziare progetti di trasformazione (e *transizione*) della propria organizzazione produttiva.

Di conseguenza, gli emittenti procedevano all'emissione di strumenti finanziari di debito che incorporassero caratteristiche di sostenibilità integrando queste ultime nel regolamento del prestito obbligazionario¹³.

Gli obiettivi di sostenibilità perseguiti dall'emittente con il "titolo sostenibile" – essenzialmente di debito – diventano parte del *programma* imprenditoriale (o, meglio, di riconversione) che l'impresa intende finanziare *rivolgendosi* al mercato con l'emissione del titolo.

Il finanziamento, perciò, viene reperito dichiarando – sebbene vagamente – un certo vincolo di scopo o, quantomeno, indicando gli scopi per cui la provvista raccolta con l'emissione verrà utilizzata dall'emittente.

Di conseguenza, l'incorporazione di questi obiettivi di carattere non finanziario – o non strettamente finanziario – diviene una caratteristica strutturale dell'investimento che può, dunque, condizionare il prezzo di emissione e, nel corso dell'investimento, il prezzo di quotazione.

La conoscenza, perciò, di queste informazioni – così come delle successive informazioni in ordine alla *realizzazione* degli obiettivi di sostenibilità incorporati – diventa necessaria tanto perché l'investitore possa assumere una decisione razionale in ordine all'acquisto del titolo in sede di emissione, quanto nel continuo del rapporto di investimento con l'emittente.

Le prassi e i principi in base a cui le emissioni di c.d. «green bond» (e altri strumenti finanziari che incorporano obiettivi ESG) sono state così inizialmente elaborati dalla *International Capital Markets Association* (ICMA), da ultimo, nel *Guidance Handbook* di giugno 2024¹⁴.

¹³ Cfr. sul punto E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 59 ss.; D. FOÀ, *Sustainability – linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 434 ss.

¹⁴ Reperibile al seguente link: <https://www.icmagroug.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/The-Principles-Guidance-Handbook-June-2024.pdf>. In particolare, il par. 1.1 del documento classifica e definisce ciascuna categoria di strumenti finanziari *sostenibili*:

La definizione di «*Green Bond*», sebbene indichi in modo *aperto* le categorie di progetti imprenditoriali che possono essere finanziati con siffatti titoli, appare piuttosto *rigida* nella determinazione delle singole categorie dei progetti (e degli obiettivi) imprenditoriali per cui possono essere emessi.

A questa definizione di «*Green Bond*», per dir così, *puro*, si affianca la definizione di «*Sustainability-Linked Bonds*», ossia di quelle obbligazioni che incorporano obiettivi di sostenibilità, ma che non ne costituiscono la componente principale¹⁵.

Più specificamente, la definizione sottolinea che nel caso dei «*Sustainability-Linked Bonds*» la provvista raccolta con l'emissione è «*typically designated for general corporate purposes, (or for general budgetary needs for sovereign SLBs)*» e l'emittente può decidere di

i «*Green Bonds*» sono, infatti, definiti come «*any type of bond instrument where the proceeds – or an amount equal to the net proceeds – will be exclusively applied to finance or re-finance projects with clear environmental benefits and which are aligned with the Core Components of the [Green Bond Principles]*». La definizione precisa ulteriormente che «*Eligible Green Project categories include (but are not limited to): renewable energy, energy efficiency, pollution prevention and control, environmentally sustainable management of living natural resources and land use, terrestrial and aquatic biodiversity conservation, clean transportation, sustainable water and wastewater management, climate change adaptation, circular economy and/or eco efficient projects, and green buildings*». Quanto alle altre categorie di strumenti finanziari sostenibili, il par. 1.1 annovera anche: (i) i «*Social Bonds*» come «*any type of bond instrument where the proceeds – or an amount equal to the net proceeds – will be exclusively applied to finance projects that directly aim to address or mitigate a specific social issue and/or seek to achieve positive social outcomes, especially but not exclusively for a target population(s) and are aligned with the Core Components of the SB Social Project categories include (but are not limited to): providing and/or promoting, affordable basic infrastructure, access to essential services, affordable housing, employment generation, food security, and socioeconomic advancement and empowerment*»; e (ii) i «*Sustainability Bonds*» come «*any type of bond instrument where the proceeds – or an amount equal to the net proceeds – will be exclusively applied to finance or re-finance a combination of Green and Social Projects and which are aligned with the Core Components of the GBP and SBP*».

¹⁵ Il manuale definisce i «*Sustainability-Linked Bonds*» come quegli strumenti finanziari di debito «*for which the financial and/or structural characteristics (e.g. coupon, maturity, repayment amount) can vary depending on whether the issuer achieves predefined Sustainability/Environmental and/or Social and/or Governance (ESG) objectives within a predefined timeline, and which are aligned with the Core Components on the SLBP*».

vincolarne almeno una parte allo sviluppo di «*specific projects, and where these are eligible green and/or social projects, by aligning their bonds simultaneously with all the Core Components of the GBP/SBP/SBG and the SLBP*».

Alla disciplina *di categoria* si è, poi, recentemente aggiunta la nuova disciplina uniforme del Regolamento (UE) n. 2631/2023 «sulle obbligazioni verdi europee e sull’informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità» (c.d. “Regolamento EUGB”), ormai quasi interamente applicabile dal 21 dicembre 2024¹⁶.

Il Regolamento EUGB, in sostanza, mira ad armonizzare sia il procedimento di emissione e di informativa relativamente a detti strumenti (tanto con riferimento al prospetto e alla ulteriore documentazione informativa da pubblicare in fase di emissione, quanto nel continuo con riferimento agli obblighi di informativa periodica), sia gli obblighi di revisione esterna, sia infine l’accesso all’attività del «revisore esterno» nel territorio dell’Unione Europea.

Il nuovo regolamento conferma, in un certo senso, per le «obbligazioni verdi» l’intento con cui sono state concepite dalle prassi i «*Green Bond*». Al Considerando n. 12 si sottolinea, infatti, che «i proventi delle obbligazioni verdi europee dovrebbero essere utilizzati per finanziare attività economiche che abbiano un impatto positivo duraturo sull’ambiente», così delineando i singoli metodi con cui il capitale di debito raccolto dovrebbe essere investito per generare detto *impatto*¹⁷.

¹⁶ Restano sospese, infatti, solo le norme sui revisori esterni di paesi terzi che saranno, infatti, applicabili a partire dal 2026.

¹⁷ Si dice sempre nel Considerando 12 che «dato che le immobilizzazioni sono generalmente attività a lungo termine, una prima modalità consiste nell’utilizzare i proventi delle obbligazioni verdi europee per finanziare immobilizzazioni materiali o immateriali che non sono attività finanziarie, a condizione che tali immobilizzazioni riguardino attività economiche che soddisfino i criteri di tassonomia. Dato che le attività finanziarie possono essere utilizzate anche per finanziare attività economiche aventi un impatto positivo duraturo sull’ambiente, una seconda modalità consiste nell’utilizzare i proventi delle obbligazioni verdi europee per finanziare attività finanziarie, a condizione che i proventi di queste ultime siano destinati direttamente, o indirettamente attraverso le attività finanziarie in sequenza, ad attività economiche che soddisfano i criteri di tassonomia. Dovrebbe essere possibile assegnare tali attività finanziarie a un massimo di tre attività finanziarie in sequenza e gli emittenti

Impatto la cui *misurazione* verrebbe verificata da revisori esterni autorizzati a questa specifica attività dall'ESMA.

Il Regolamento EUGB conferma, inoltre, il *favor* politico verso gli strumenti finanziari rappresentativi del capitale di debito – al di là, poi, delle effettive graduazioni di rischio nelle singole emissioni – come strumento da utilizzare per finanziare la transizione degli emittenti verso un'organizzazione produttiva sostenibile (e, dunque, per agevolare la transizione del sistema economico nel suo complesso).

Sebbene sia certamente meritorio lo *scopo* per cui questi dovrebbero essere emessi e fermi restando gli scopi di prevenzione delle condotte di c.d. “*green washing*” o di c.d. “*green hushing*”¹⁸ che il legislatore cerca di prevenire con il nuovo Regolamento EUGB, resta da capire per quale ragione il legislatore (nazionale o europeo) ignora – tanto nella fissazione delle proprie priorità, quanto nell'adozione dei propri interventi – gli strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio.

I gestori delle sedi di negoziazione, le associazioni di categoria e gli organismi internazionali hanno, infatti, cominciato a interrogarsi sulla

dovrebbero garantire la possibilità per i verificatori esterni di rivedere efficacemente l'allocazione finale dei proventi. Poiché le attività delle famiglie possono anch'esse avere un impatto positivo duraturo sull'ambiente, una terza modalità consiste nell'utilizzare i proventi delle obbligazioni verdi europee per finanziare le attività e le spese delle famiglie. Inoltre, dato che le spese in conto capitale e spese operative selezionate possono essere utilizzate per acquisire, ammodernare o mantenere immobilizzazioni, un quarto modo consiste nell'utilizzare i proventi delle obbligazioni verdi europee per finanziare spese in conto capitale e spese operative relative ad attività economiche che soddisfino i criteri di tassonomia o che soddisferanno tali criteri entro un termine ragionevolmente breve dall'emissione dell'obbligazione in questione, a condizione che l'emittente abbia pubblicato un piano per espandere le attività economiche che sono allineate al regolamento (UE) 2020/852 (“allineate alla tassonomia”) o per consentire l'allineamento delle attività economiche alla tassonomia conformemente all'allegato I del regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione (piano CapEx). Infine, gli emittenti dovrebbero poter assegnare i proventi di una o più obbligazioni verdi europee in essere a un portafoglio di immobilizzazioni o attività finanziarie (“approccio di portafoglio”), a condizione che dimostrino nelle relazioni sull'allocazione dei proventi che il valore totale delle immobilizzazioni o delle attività finanziarie nel loro portafoglio supera il valore totale delle loro obbligazioni in essere».

¹⁸ Si v. in proposito A. DAVOLA, *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 321 ss.

possibilità di individuare a partire dal 2023 i principi cui un ipotetico “*green equity*” dovrebbe conformarsi per essere ammesso e negoziato come tale sulle sedi di negoziazione¹⁹.

3. *Assetti patrimoniali e mancanza di strumenti di capitale “verde”: tra esigenze di normazione e problemi di tecnica regolamentare*

Come accennato, l’inazione europea in ordine alla *creazione* di una disciplina in materia di strumenti finanziari “verdi” genera un interrogativo su come i singoli emittenti possano effettivamente garantire la sostenibilità finanziaria delle proprie imprese e *perseguire* contemporaneamente gli obiettivi di transizione.

Per quanto i temi sull’adeguatezza degli assetti patrimoniali delle imprese e sulla funzione del capitale sociale siano ancora oggi dibattuti, non sembra si possa negare che a livello politico un legislatore avveduto abbia il dovere di *offrire* agli operatori tutti quegli strumenti giuridici che siano – almeno astrattamente – funzionali a perseguire la sostenibilità finanziaria dell’attività d’impresa e, dunque, a fare in modo che l’attività produttiva – oltre a perseguire sostenibilità *esterna* – possa *generare* o continuare a *generare* valore e, così, gli *impatti* positivi sulla sostenibilità.

In termini generali, le diverse combinazioni – e proporzioni – tra capitale di rischio e capitale di debito dell’impresa sono conseguenza – ed espressione – di una valutazione dei rischi che caratterizzano l’attività e l’organizzazione complessiva dell’impresa.

La scelta tra l’una o l’altra componente nella formazione (iniziale e continua) degli assetti patrimoniali dell’impresa, oltre ad esprimere la valutazione globale del rischio di impresa, ne è anche la conseguente *gestione*. Ciò, in quanto la proporzione dei due elementi è misura della ripartizione del rischio tra i diversi *ceti* dei soggetti finanziatori²⁰.

Ciò pur nella consapevolezza che la misura di un siffatto *equilibrio* e, dunque, della ripartizione del rischio può essere determinata solo in concreto in base all’attività e alla produzione e struttura organizzativa dell’impresa.

¹⁹ WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, *The WFE Green Equity Principles*, 2023.

²⁰ Cfr. M. HOUBEN, *Assetti patrimoniali (non manifestamente in) adeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, comma 3, lett. a, codice della crisi di impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 106 ss.

Perciò, si potrebbe affermare che una impresa correttamente gestita è, in prima approssimazione, una impresa correttamente finanziata.

Ciò pare corroborato, peraltro, anche dai recenti interventi di riforma relativi all'art. 2086 c.c. con particolare riferimento agli obblighi e responsabilità che l'ordinamento pone sul capo all'imprenditore – e, dunque, agli organi amministrativi e di controllo per le imprese societarie e collettive – in punto di adeguatezza degli assetti organizzativi e patrimoniali *anche* (ma non solo) in funzione prevenzione o mitigazione delle crisi.

Ciò, secondo parte della dottrina, perché il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità, in quanto funzionali al perseguimento della continuità aziendale, possono anch'essi essere strumenti di *protezione* – sebbene essenzialmente nel lungo periodo – della sostenibilità finanziaria dell'impresa e, dunque, della società²¹.

Obblighi che, peraltro, sembrano confermati in questo senso dal nuovo codice della crisi che all'art. 3, comma 3, lett. a), impone che gli assetti dell'impresa, per essere conformi all'art. 2086, comma 2, c.c., devono consentire di rilevare *anche* «eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico finanziario».

Vero è che i principi sugli assetti organizzativi dell'impresa di cui all'art. 3, comma 3, del codice della crisi sono previsti nell'ambito (e ai fini) della prevenzione dello stato di crisi e che il principio di cui alla lett. a) sembra strettamente correlato al principio di cui alla successiva lett. b) che impone all'impresa di verificare se l'assetto patrimoniale non pregiudica le prospettive di continuità aziendale almeno nei 12 mesi successivi.

E, tuttavia, al di là delle finalità di prevenzione e mitigazione dei rischi di insolvenza, l'obbligo di verificare l'equilibrio degli assetti patrimoniali dell'impresa può essere letto come espressione di un principio di – corretta – gestione aziendale.

Principi che trovano un loro fondamento nella natura tecnico-economica dell'attività di impresa – anche quando l'impresa abbia ad oggetto attività sostenibili – trascendendo, così, la sua rilevanza esclusivamente sul piano giuridico²².

²¹ Cfr. M. ONZA, «Attività funzionale» ed «interessi degli altri» nella gestione dell'impresa (entificata): annotazioni dalla Direttiva (UE) 2022/2464, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2023, 757 ss.

²² Si v. M. HOUBEN, *op. cit.*, passim.

Se così è, il legislatore – nel caso di specie, europeo – dovrebbe allora completare il quadro normativo degli “investimenti sostenibili” e così regolare gli strumenti di capitale “verde” al duplice scopo di sostenere gli obiettivi di transizione sostenibile del sistema produttivo e prevenire fenomeni di squilibrio patrimoniale dovuti alla possibilità – pressoché – esclusiva di finanziare la transizione verde con emissione di soli titoli di debito o di c.d. “*quasi-equity*” (che, al di là delle graduazioni di rischio, sarebbero comunque riconducibili maggiormente al capitale di debito che non al capitale di rischio²³).

Ciò introduce, all’evidenza, un elemento di difficoltà rispetto alla *tecnica normativa* sino ad oggi adottata, tutta incentrata sulla *standardizzazione* dello strumento a prescindere, almeno fin quando possibile, dalla struttura *legale* dell’emittente, delle correlate informative dell’emittente tanto per quanto riguarda l’offerta, quanto per quel concerne l’*utilizzo* della provvista (e, perciò, l’informativa sugli aspetti non-finanziari).

Infatti, se è possibile *vincolare* il capitale di debito rispetto a singoli progetti aziendali anche circoscritti nell’ambito di una più ampia attività di impresa, il capitale di rischio ha una ineludibile funzione di finanziare *tutta* l’attività d’impresa e, perciò, non potrebbe subire *vincoli* che derivino dalla *definizione* specifica dell’attività di impresa che i soci fissano con l’oggetto sociale stessa²⁴.

4. *Il capitale di rischio come finanziamento generale dell’attività di impresa: il problema dell’individuazione dei soggetti “sostenibili”*

Più precisamente, i vincoli all’utilizzo del capitale di rischio derivano dal programma di impresa e, dunque, dall’oggetto sociale individuato dai soci.

Per potersi parlare di “capitale di rischio verde” (o di “azione verde”) è necessario individuare una “impresa verde” a monte e prefigurare così un mercato in cui poter negoziarne il capitale e far sì che esso sia

²³ Sull’argomento degli strumenti finanziari partecipativi, cfr. in proposito R. LENER, *Voice dei soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 480 ss.; M. MAROCCHI, *I limiti all’autonomia statutaria nell’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Giur. Comm.*, I, 2024, 567 ss.

²⁴ Fatto salvo, come si vedrà *infra*, il capitale raccolto con l’emissione di azioni speciali.

inequivocabilmente riconosciuto dagli investitori al pari di quanto avviene oggi per le “obbligazioni verdi”.

Bisogna perciò indagare sui criteri distintivi di un oggetto sociale “verde”, individuando ciò che lo distingue dall’oggetto delle imprese, per dir così, “non-sostenibili”, verificando se per queste ultime sia, inoltre, legittimo *innestare* elementi, obiettivi e interessi di “sostenibilità esterna” in quale misura ciò deve condizionare la struttura organizzativa e produttiva dell’impresa perché possa essere considerata “verde”.

Il caso dell’attività di impresa oggettivamente – e inequivocabilmente – sostenibile (o, più sinteticamente, dell’impresa oggettivamente *ecocompatibile*) sembra essere un “caso di scuola” e, dunque, un modello concettuale astratto difficilmente concretizzabile.

La *sostenibilità* è semmai un attributo dell’attività, il *modo* in cui l’imprenditore sceglie (o deve) condurre la propria attività economica (e, dunque, finanziariamente sostenibile) organizzando la produzione di beni o la prestazione di servizi ai terzi.

La sostenibilità è, dunque, l’*effetto* o l’*impatto* – ambientale e sociale – positivo sugli individui e sul consesso sociale che non altera (e non potrebbe alterare) la struttura minima di impresa o di contratto di società di cui agli artt. 2082 e 2247 c.c.

La sostenibilità è, in sintesi, un obiettivo politico che il consesso sociale si è dato e che, perciò, si trasforma in canone *organizzativo* che investe le singole organizzazioni produttive.

Vi è, dunque, l’esigenza di stabilire quale *canone* della *sostenibilità esterna* si deve adottare e quale sia, perciò, la nozione di “impresa *eco-sostenibile*”²⁵. Il problema implica questioni che attengono prima di tutto a scelte di *politica legislativa*, prima ancora che tecniche o giuridiche.

Al di là, infatti, dei principi integrativi (e di *orientamento legislativo*) che oggi sono stati inseriti negli artt. 9 e 41 della nostra Costituzione, spetta al corpo politico stabilire il grado di *rigidità* con cui promuovere

²⁵ Non formeranno oggetto della trattazione, invece, gli obiettivi di sostenibilità sociale e governativa. Ciò, in quanto gli obiettivi di sostenibilità appartenenti a queste altre due categorie sembrano orientati al perseguimento di finalità di carattere generali sul piano *etico-politico* o *socio-individuali* che non alla – più – specifica esigenza di intervenire sul sistema produttivo e industriale per contenere i rischi del cambiamento climatico.

e attuare la transizione sostenibile – e ambientale – e, suo tramite, la transizione ecologica dell’attività produttiva.

5. *L’approccio del Regolamento (UE) 852/2020 e del Regolamento Delegato 2139/2021*

Il legislatore europeo è intervenuto sulla materia adottando un approccio *misto* per perseguire le politiche di transizione sostenibile nel settore finanziario, posto che questo settore viene individuato come un *vettore* che induca, a cascata, la transizione del settore industriale verso una produzione sostenibile.

Nella definizione della disciplina degli “investimenti sostenibili” il legislatore europeo attribuisce con lo SFDR all’intermediario-gestore la responsabilità di ideare un proprio “metodo” interno per la individuazione e verifica della sostenibilità dell’investimento selezionato per conto dei propri investitori-mandanti.

Con il Regolamento (UE) 2020/852 e i correlati Regolamenti Delegati (UE) 2139/2021 e 2023/2486 la prospettiva inizia apparentemente a mutare, venendo preferito un approccio maggiormente (ma comunque non puramente) *classificatorio*.

Infatti, con il Regolamento (UE) 852/2020 il legislatore coglie la necessità di individuare le «attività ecosostenibili» per classificare gli “investimenti – altrettanto – eco-sostenibili”, tuttavia mantenendo al centro della normativa il perseguimento degli «obiettivi ambientali» di cui all’art. 9²⁶ e il principio di «non arrecare un danno significativo agli

²⁶ In particolare, il Regolamento (UE) 852/2020 definisce all’art. 9 i singoli obiettivi ambientali, tra i quali sono compresi: (a) «la mitigazione dei cambiamenti climatici»; (b) «l’adattamento ai cambiamenti climatici»; (c) «l’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine»; (d) «la transizione verso un’economia circolare»; (e) «la prevenzione e la riduzione dell’inquinamento»; (f) «la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi». I singoli obiettivi vengono poi specificati dai successivi artt. 10 e 11 (rispettivamente sui criteri da applicare nella classificazione delle attività che contribuiscono in modo sostanziale «alla mitigazione dei cambiamenti climatici» e «all’adattamento ai cambiamenti climatici»), art. 12 (sui criteri da applicare nella classificazione delle attività che contribuiscono in modo sostanziale «all’uso sostenibile e alla protezione delle acque e delle risorse marine»), art. 13 (sui criteri da applicare nella classificazione delle attività che contribuiscono in modo sostanziale «alla transizione verso un’economia circolare»), art. 14 (sui criteri da applicare nella classificazione delle attività che contribuiscono in modo sostanziale

obiettivi ambientali» di cui al successivo art. 17. Dunque, un approccio *finalistico e selettivo*.

Tuttavia, l'individuazione delle classi di «attività economiche ecosostenibili» compiuta dal legislatore europeo comprende un novero di attività talmente ampio da comprendere quasi tutti i settori industriali. Attività che potrebbero tanto costituire attività di impresa autonomamente, quanto parte delle attività condotte da una impresa più *composita*.

La nozione di «investimento» adottata dal Regolamento (UE) 852/2020 è piuttosto vaga: vengono richiamati i «prodotti finanziari» di cui alla SFDR, ma non si limita ad essa, né il legislatore richiama altre *fattispecie* di investimento facendo rinvio agli «strumenti finanziari» regolati dalla MiFID II.

Il legislatore europeo, nel contesto della tassonomia, preferisce il concetto sostanziale e più indefinito di «investimento». La nozione di «investimento ecosostenibile» viene, infatti, definita come l'investimento associato a «una o più attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi del [Regolamento (UE) 852/2020]»²⁷.

L'ambito di applicazione del Regolamento 852/2020, pur sovrapponendosi al SFDR, è comunque autonomo da quest'ultimo.

È vero che il legislatore adotta il Regolamento (UE) 852/2020 per «stabilire il grado di eco-sostenibilità di un investimento» e, dunque, per *standardizzare* la *misura* della *ecocompatibilità* di una attività economica e degli investimenti ad essa associati allo scopo di fornire uno strumento utile agli intermediari (ossia, i «partecipanti ai mercati finanziari») nella propria attività di strutturazione, selezione, vendita e gestione dei propri prodotti e prestazione dei propri servizi aventi caratteristiche di sostenibilità in attuazione delle politiche adottate in conformità alla SFDR²⁸.

«alla prevenzione e alla riduzione dell'inquinamento) e art. 15 (sui criteri da applicare nella classificazione delle attività che contribuiscono in modo sostanziale «alla protezione e al ripristino della biodiversità e degli ecosistemi»).

²⁷ Art. 2, par. 1, n. 1, Regolamento (UE) 852/2020.

²⁸ Ciò lo si può notare osservando come, diversamente dalla scarsa determinatezza del Regolamento (UE) 852/2020, l'«investimento sostenibile» conosciuto dall'art. 2, par. 1, n. 17 dello SFDR è, invece, un «investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la

Tuttavia, l'art. 2, par. 2, del Regolamento (UE) definisce un ambito di applicazione che va *oltre* il solo SFDR: infatti, oltre ai «partecipanti ai mercati finanziari» (ossia i soggetti definiti dal SFDR), il Regolamento (UE) 852/2020 individua come *destinatari* le «misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili» e le «imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario» di cui agli artt. 19-*bis* e 29-*bis* Direttiva 2013/34/UE.

Perciò, la *standardizzazione* della valutazione – e, dunque, della *misura* – della ecocompatibilità ha come ulteriori *destinatari*: (i) le imprese tenute alla rendicontazione di sostenibilità²⁹ allo scopo – in parte analogo a quello dello SFDR – di consentire una (più) affidabile verifica nel continuo delle attività compiute e dei risultati ottenuti (e, dunque, per prevenire l'utilizzo *ingannevole* degli obiettivi di

produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali». Risulta, perciò, chiaro come la classificazione operata con il Regolamento (UE) 852/2020 sia funzionale *anche* (ma non solo) alla migliore formulazione delle politiche che gli intermediari devono adottare ai fini dello SFDR e, in particolare, ai fini della integrazione dei fattori di sostenibilità nelle decisioni di investimento e nella successiva valutazione degli impatti in sede di adempimento agli obblighi di trasparenza (tanto a livello di soggetto, quanto a livello di prodotto).

²⁹ Si può dire, infatti, che il quadro normativo fondamentale sulla c.d. “finanza sostenibile” viene *completato* dalla la nuova Direttiva 2022/2464/UE sulla rendicontazione societaria di sostenibilità, in base a cui tutte le grandi imprese saranno tenute a dare informativa al mercato in ordine al grado di ecosostenibilità della propria attività (oltre che dei risultati ottenuti nel corso della *transizione*). In argomento, cfr. L. VAN DIJK *et al.*, *Corporate Sustainability Reporting*, in *Sustainable Finance in Europe: Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (a cura di), Cham, 2024, 185 ss.

sostenibilità della propria attività³⁰); e (ii) la *futura* attività dei *legislatori* allo scopo di promuovere al massimo l'efficacia armonizzatrice della tassonomia e, così, prevenire fenomeni di concorrenza al ribasso tra ordinamenti³¹.

Dopo aver enunciato gli obiettivi generali di sostenibilità ambientale e i criteri di selezione delle «attività economiche ecocompatibili» con gli artt. 9 e ss. del Regolamento (UE) 852/2020, il legislatore ha poi concretamente *consisto* con i Regolamenti Delegati (UE) 2139/2021 e 2486/2023 il novero di queste, determinando per ciascuna di esse *modalità organizzative* e obiettivi di risultato *ambientale* minimi verso cui le attività *consiste* devono conformarsi per conseguire la qualifica di “attività ecosostenibile” ai sensi del Regolamento (UE) 852/2020.

Nonostante il tentativo “correttivo” in sede attuativa con una elencazione delle «attività economiche ecosostenibili»³², l'approccio finalistico per la qualificazione degli “investimenti eco-sostenibili” di cui agli artt. 9 e ss. del Regolamento (UE) 852/2020 sembra mantenere una significativa rilevanza nella tecnica del legislatore europeo³³.

³⁰ Come detto, l'intervento in discorso viene, infatti, completato ulteriormente dai nuovi obblighi sull'informativa non finanziaria (o, meglio, di sostenibilità) posti in capo alle grandi imprese dai nuovi artt. 19-*bis* e 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE (introdotti dalla Direttiva 2022/2464/UE, c.d. “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” o “*CSRD*”), tramite cui poter verificare – o, meglio, far verificare al mercato – nel continuo la conformità dell'organizzazione aziendale ai criteri di sostenibilità individuati in sede di tassonomia.

³¹ E ciò proprio in quanto i primi destinatari della normativa sono «le misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione» per la classificazione dei prodotti o strumenti finanziari commercializzati come sostenibili.

³² Con il Regolamento Delegato (UE) 2139/2021 è stata adottata, infatti, la tassonomia delle attività che contribuiscono agli obiettivi di sostenibilità ambientale per quanto concerne il profilo climatico, mentre con il Regolamento Delegato (UE) 2486/2023 vengono individuate le attività che contribuiscono agli obiettivi di sostenibilità per quanto concerne gli altri profili di sostenibilità ambientale.

³³ Tanto è vero che il concetto di ecosostenibilità nella prospettiva del Regolamento (UE) 852/2020 tende a sovrapporsi a quello di sostenibilità *complessiva* e, dunque, abbracciando anche tutti gli altri obiettivi ESG. Il Regolamento (UE) 852/2020 prevede con l'art. 18 che le imprese «ecosostenibili» devono rispettare anche le «condizioni di salvaguardia», ossia «i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo».

La *ecosostenibilità* di ciascuna attività *consita* dal Regolamento Delegato (UE) 2139/2021 e dal Regolamento Delegato (UE) 2486/2023 deve fondarsi su una valutazione in concreto e, dunque, sulla base di un processo di verifica o certificazione – di fonte pubblica o privata, in base alla specifica attività – con cui sia vagliato il rispetto *ex-ante* dei requisiti e degli obiettivi di ecocompatibilità previsti per ciascuna attività economica, oltre che degli altri obiettivi di sostenibilità³⁴.

Il legislatore europeo – forse in un eccesso di ambizione – ha scelto di individuare gli «investimenti ecosostenibili» secondo un approccio misto, *funzionale e selettivo*, per intervenire su uno spettro più ampio di attività e, anzi, su singoli aspetti dell’organizzazione produttiva delle diverse imprese *consite*.

Al di là delle questioni metodologiche e degli obiettivi del legislatore europeo, è necessario comprendere se l’investimento nel capitale di rischio di imprese che possono dirsi «ecocompatibili» ai sensi del Regolamento (UE) 852/2020 (e, dunque, la cui attività si conforma ai criteri di tassonomia in base ai diversi atti delegati) possa essere a sua volta considerato un “*investimento associato ad attività economiche ecocompatibili*”.

Si potrebbe ipotizzare, in via interpretativa, di poter considerare come “investimento ecocompatibile” per i fini del Regolamento (UE) 852/2020 una azione ordinaria emessa da una società tenuta alla rendicontazione di sostenibilità ai sensi dei nuovi artt. 19-*bis* e 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE.

Ciò, peraltro, sarebbe corroborato dal fatto che l’art. 1, par. 2, lett. c), Regolamento (UE) 852/2020 contempla come soggetti destinatari proprio le imprese soggette agli obblighi di informativa non finanziaria.

³⁴ Mette conto notare, infatti, come la proliferazione delle certificazioni *preventive* di generale applicazione per il riconoscimento della «ecocompatibilità» dell’organizzazione aziendale e l’introduzione di obblighi di informativa applicabili obbligatoriamente solo alle «grandi imprese» e configurati, invece, come meramente opzionali per le PMI potrebbe rappresentare non solo un disincentivo all’*adesione* di queste ultime per i maggiori costi che la stessa *adesione* comporterebbe, ma – sebbene più indirettamente – un disincentivo a crescere e, dunque, a finanziarsi sul mercato. Sebbene sia di tipo opzionale e di portata tendenzialmente generale (poiché, nei fatti, consiste nel riconoscimento di una qualifica aggiuntiva), la normativa in discorso di si traduce in un aumento degli obblighi di *conformità* e di *informativa* in capo alle imprese che vogliono accedervi.

E, tuttavia, una soluzione di questo tipo potrebbe rivelarsi poco opportuna.

Un riconoscimento della *ecosostenibilità* dell'investimento in funzione degli obblighi di rendicontazione non finanziaria (e, dunque, tanto in funzione della soggezione o dell'*adesione volontaria* a tali obblighi, quanto della valutazione nel continuo della *ecosostenibilità* in base ai dati emergenti dalla rendicontazione stessa) comporterebbe un certo – e inevitabile – grado di instabilità della qualificazione dell'investimento.

Ciò pregiudicherebbe una sua elevata *riconoscibilità* nel mercato come investimento *ecocompatibile*, né consentirebbe una *incorporazione* giuridicamente efficiente delle caratteristiche e degli scopi di *ecosostenibilità minimi* previsti dalla tassonomia *nello* strumento medesimo.

O, meglio, non consentirebbe di integrare o *rafforzare* in modo più efficace – per quanto concerne il profilo giuridico – la rilevanza degli obblighi di *sostenibilità* nella sfera di responsabilità degli amministratori delle società emittenti e dei soci per quel che attiene l'esercizio dei loro diritti sociali.

Inoltre, questa soluzione comporterebbe una sostanziale e implicita barriera di accesso a un – ipotetico – mercato del “capitale di rischio ecocompatibile” (o delle “azioni verdi”), in quanto risulterebbe di fatto riservato alle sole imprese e gruppi di grandi dimensioni, escludendo così le PMI e disincentivandole definitivamente così a *riconvertirsi* (o, meglio, a *partecipare* alla riconversione *ecosostenibile* dell'Unione).

È perciò, preferibile individuare un – ipotetico – “capitale verde” ragionando in base alla funzione del Regolamento (UE) 852/2020 come *vincolo* alla futura attività dei legislatori (europeo e nazionali).

Detta in altri termini, poiché il Regolamento (UE) 852/2020 (e i conseguenti atti delegati) sono configurati dall'art. 1, par. 2, *anche* come uno strumento *redazionale* che vincola l'attività – e la tecnica redazionale – legislativa in materia di “investimenti *ecosostenibili*”, uno strumento di “capitale di rischio verde” necessita di una propria disciplina primaria (in primo luogo, europea).

È in questo senso, infatti, che dovrebbe essere letto il recente Regolamento EUGB: la legislazione in materia di «obbligazioni verdi» viene, infatti, formulata dal legislatore europeo rispettando le

condizioni e i *metodi* definiti dai singoli criteri di *tassonomia*, definendo in base a questo la struttura minima dell'investimento.

Tuttavia, vi potrebbero dei potenziali ostacoli concettuali e normativi a una tale ipotesi.

In primo luogo, l'art. 2 del Regolamento (UE) 852/2020 prevede infatti che la normativa di tassonomia costituisce un *vincolo* sì a future iniziative legislative sugli «investimenti ecosostenibili», ma non a tutte le possibili iniziative in materia.

Il *vincolo* riguarda, infatti, le iniziative future in materia di obblighi dei «partecipanti ai mercati finanziari» di cui al SFDR (e, dunque, di coloro che commercializzano o emettono i «prodotti finanziari» – e, dunque, i prodotti e i servizi *gestiti* – di cui al medesimo SFDR) di obblighi degli «emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili».

È singolare come il Regolamento (UE) 852/2020 faccia riferimento alla definizione di «emittenti» di cui al Regolamento (UE) 1129/2017 in materia di prospetti associandola, però, al «prodotto finanziario» di cui al SFDR.

Nel sistema del Regolamento (UE) 1129/2017, gli «emittenti» sono le persone giuridiche «che emett[ono] o si propong[ono] di emettere titoli». «Titoli» che sono a loro volta definiti facendo rinvio alla nozione di «valori mobiliari» della MiFID II e che il Regolamento (UE) 1129/2017 distingue, per i propri fini, in «titoli di capitale» e in «titoli diversi dai titoli di capitale»³⁵.

Come accennato, l'art. 1, par. 2, lett. a), del Regolamento (UE) 852/2020 pone, tuttavia, gli interventi in materia di «obblighi degli emittenti» non in relazione ai «titoli» (a loro volta definiti facendo rinvio alla nozione di «valore mobiliare» della MiFID II), ma: (i) ai «prodotti finanziari» di cui al SFDR (tra cui sono ricomprese le quote

³⁵ Cfr. art. 1, par. 1, lett. a), b), c), d) e h). Difficile, infatti, qualificare il servizio di consulenza o di gestione di portafogli – pur quando *vincolati* a caratteristiche di sostenibilità – come prodotti, ossia come un organico contratto di investimento il cui regolamento contrattuale disciplina l'*amministrazione* da parte di un emittente-gestore delle somme investite dall'acquirente e i conseguenti rischi in modo *impersonale* (ossia, senza che rilevi il rapporto personale ed essenzialmente fiduciario con il cliente). Ciò a maggior ragione se poi questi *prodotti* in senso *atecnico* non contemplano poi l'emissione di «titoli» da offrire al pubblico ai sensi del Regolamento (UE) 1129/2017.

di OICVM e FIA, ma non anche i «valori mobiliari» della MiFID II); e (ii) alle «obbligazioni societarie» (e, dunque, non richiamando espressamente la fattispecie dei «valori mobiliari» di debito di cui sempre alla MiFID II).

In sostanza, mentre viene utilizzata la nozione di «emittente» del Regolamento (UE) 1129/2017, vengono poi richiamati anche i «titoli di capitale» conosciuti dal medesimo Regolamento (UE) 1129/2017, né – tutte o parte – delle diverse fattispecie di «valori mobiliari» ai sensi della MiFID II.

Potrebbe essere perciò difficile argomentare che gli interventi dei legislatori, europeo e nazionale, ai fini del Regolamento (UE) 852/2020 sugli obblighi degli «emittenti» possano avere ad oggetto investimenti valori mobiliari diversi dalle «obbligazioni societarie».

Se così fosse, non si potrebbe comprendere il motivo per cui legislatore europeo nel Regolamento (UE) 852/2020 abbia richiamato con precisione la definizione di «emittente» del Regolamento (UE) 1129/2017 per poi *ridurla* in via di fatto – e non con una espressa e chiara previsione – ai soli «emittenti» di «titoli diversi dai titoli di capitale» o agli emittenti di quote di OICR in coerenza con le categorie del Regolamento (UE) 1129/2017 pur espressamente richiamato.

Ciò anche in considerazione del fatto che gli altri «prodotti finanziari» contemplati dal SFDR non sono valori mobiliari o quote di OICR. Per vero, non tutti i «prodotti» del SFDR possono essere considerati come dei “prodotti” in senso ontologico³⁶, in quanto hanno natura di servizi.

Perciò, si potrebbe credere che il legislatore europeo, associando il concetto di «emittente» al «prodotto finanziario» abbia adottato una espressione impropria, non riconducibile al solo novero dei «prodotti» conosciuto dal SFDR. Ciò nei limiti e ai fini del solo art. 1 del Regolamento (UE) 852/2020.

Di conseguenza, si potrebbe credere che il legislatore europeo, possa – oltre che *debba* – far ricorso ai criteri di tassonomia anche per *creare* le “azioni verdi” e completare il quadro dei «valori mobiliari» con

³⁶ Si faccia il caso, infatti, dei servizi di consulenza o di gestione di portafogli, anch'essi compresi nella nozione di «prodotto finanziario» della SFDR e utilizzata dal Regolamento (UE) 852/2020 e che non possono essere ricompresi nella disciplina del Regolamento (UE) 1129/2017.

caratteristiche di sostenibilità oggi composto dalle sole «obbligazioni verdi».

Infatti, al di là del riconoscimento di una prassi di mercato che si è concentrata sull'emissione di capitale di debito “verde”, non si comprenderebbe la ragionevolezza di una scelta che porti all'esclusione – espressa o implicita – del capitale di rischio dalla nozione di “investimento ecosostenibile”.

In altri termini, non sembrerebbe ragionevole ritenere che dal novero della “finanza sostenibile” siano esclusi gli strumenti di capitale e, dunque, le fonti di finanziamento *globale* delle attività d'impresa e, dunque, delle «attività economiche» censite come «ecosostenibili».

6. Lineamenti di un possibile intervento legislativo: tra oggetto, struttura e integrazione degli scopi di sostenibilità nell'interesse sociale

Perciò, se il novero delle attività «ecosostenibili», come detto, è stato già individuato dal legislatore europeo con l'attuazione del Regolamento (UE) 852/2020, manca ad oggi la regolazione dello *strumento* di “capitale di rischio verde”.

È vero che tanto la Comunicazione sul *Green Deal*, quanto la successiva Comunicazione sul piano di investimenti per l'attuazione del *Green Deal* contemplava unicamente il fenomeno delle obbligazioni verdi³⁷ come strumento di finanza sostenibile per il settore privato.

È anche vero che rispetto al biennio 2019-2020 il contesto politico ed economico è oggi incisivamente mutato. Nel mercato europeo sono emerse nuove esigenze, non necessariamente incompatibili con gli obiettivi di transizione ecologica.

Tra queste è emersa la consapevolezza che l'Unione deve – come si accennava – recuperare competitività anche per quel che concerne i

³⁷ Cfr. par. 2.2.1 COM(2019) 640 final reperibile al seguente link: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF e Par. 4.1 COM(2020) 21 final, reperibile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52020DC0021>

nostri mercati finanziari e *stimolare*, di conseguenza, le imprese a finanziarsi di più – e quindi, meglio – rivolgendosi al mercato³⁸.

Ne consegue che l’Unione debba (o almeno dovrebbe pensare di) intervenire per completare il settore della finanza sostenibile per le imprese e delineare condizioni uniformi per la creazione di strumenti di “capitale di rischio verde” da affiancare agli strumenti di “capitale di debito verde” e, di conseguenza, far convergere i relativi mercati.

Definire la disciplina – uniforme e minima – delle “azioni verdi” porterebbe, comunque, a interrogarsi su due aspetti cruciali, oggi rimessi in buona parte rimessi al diritto nazionale.

Il primo, attinente ancora a un piano essenzialmente politico, riguarda la *selezione* dell’oggetto sociale (o, meglio, del grado di esclusività delle attività «ecosostenibili» che possa condurre una società emittente “azioni verdi”) e, di conseguenza, la configurazione della struttura societaria minima dell’emittente «ecosostenibile».

Il secondo – peraltro connesso al primo – atterrebbe alla disciplina degli interessi sociali e, dunque, alle possibili sfere di responsabilità degli amministratori.

Sul primo problema, la *World Federation of Exchanges* ha tentato nel 2023 di elaborare un primo nucleo di principi applicabili – su base volontaria – dalle sedi di negoziazione che vorranno ammettere emittenti di “*green equity*” ai fini del riconoscimento della “*WFE Green Equity Classification*”.

La WFE sembra aver immaginato il “*green equity*” come uno strumento di *regolazione volontaria* suscettibile di applicazione generale, posto che, secondo i predetti principi, può dirsi “*green*” il capitale di rischio che finanzia investimenti che siano destinati per almeno la metà ad attività «*considered green*» o il capitale di rischio di imprese i cui ricavi siano generati integralmente da attività che «*contribute to the green economy*», fermi restando i principi «*governance*» sostenibile previsti dalle «*listing rules*» del singolo emittente³⁹. Questi principi hanno subito critiche significative in fase di consultazione⁴⁰.

³⁸ Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *The future of European competitiveness* (fasc. Part B), cit., 280 ss.

³⁹ Si v. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, *op. cit.*; in part. il punto 18.

⁴⁰ WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, *Feedback Statement: Green Equity Principles and Guidance*, 2025. In particolare, si v. la domanda n. 2, in cui si

Il WFE ha, in sostanza, mancato di delineare in questi principi l'attività di impresa «ecosostenibili» *prima* di individuare dei *parametri* quantitativi e di *governance* per l'accesso a un'ipotetica sede di negoziazione di “*green equity*”.

Il metodo delineato dal WFE, inoltre, rischia di *creare* uno strumento capace più di segmentare il mercato che non di perseguire gli obiettivi di conversione: limitarsi alle norme di “*etichettatura*” formulandole in modo da limitare il numero di emittenti cui sarebbe precluso l'accesso non realizzerebbe appieno gli obiettivi riconversione sostenibile, né si conformerebbe ai nuovi obiettivi politici dell'Unione⁴¹.

richiamano la normativa regolamentare inglese FCA relative alla «*Sustainability disclosure and labelling regime*» (reperibile al seguente *link*: <https://www.fca.org.uk/firms/climate-change-and-sustainable-finance/sustainability-disclosure-and-labelling-regime>) e agli Orientamenti ESMA n. 34-1592494965-657 del 21 agosto 2024 sull'utilizzo di termini ESG nelle denominazioni dei fondi (reperibili al seguente *link*: [657_Guidelines_on_funds_names_using_ESG_or_sustainability_related_terms_IT.pdf\). in quanto la soglia relativa agli investimenti è stata ritenuta troppo bassa rispetto ad altre normative nazionali che prevedono norme di «*labelling*» con soglie ben superiori. Risulta, inoltre, particolarmente vago \(e frammentario\) il rinvio ai requisiti di *governance* imposti da ciascuna sede di negoziazione. Più precisamente, questo primo nucleo di principi di categoria sembrano rimettere l'individuazione degli *standard* di *governance* degli emittenti “*green equity*” alla disciplina in concreto individuata dalla sede di negoziazione, così rinunciando implicitamente a definire dei principi di condotta e a una struttura – per quanto generica – che siano specificamente concepiti per una società quotata la cui organizzazione e gestione sarebbe incisivamente *bifronte*: una volta alla continuità aziendale e alla sostenibilità finanziaria dell'impresa, l'altra dedita al perseguimento degli obiettivi di transizione. Il *pilastro* della «*governance*» sarebbe stato, infatti, il *luogo* in cui si potevano delineare i principi generali di – corretta – gestione finanziaria dell'impresa *in funzione* della sostenibilità *esterna*.](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-08/ESMA34-1592494965-</p>
</div>
<div data-bbox=)

⁴¹ Le sedi di negoziazione che, raccogliendo gli *spunti* del WFE, stanno oggi studiando la fattibilità di questo particolare mercato stanno evidentemente concependo una serie di principi strutturali del proprio mercato del “*green equity*” che consenta loro di far accedere un numero non troppo ristretto di emittenti e, dunque, cercano di incentivare l'accesso anche attraverso la *riconoscibilità* che verrebbe data a quello strumento. Si v., per es., i criteri delineati dal NASDAQ per la «*Nasdaq Green Equity Designation*», in cui si sottolinea come «*Nasdaq Green Equity Designation and Nasdaq Green Equity Designation – Private Company is attainable for companies that have more than 50 percent of its turnover deriving from activities considered green. Turnover derived from fossil fuel activities must be less than 5*

È vero che questo approccio potrebbe favorire l'accesso di ampie porzioni delle grandi imprese (già) quotate ai nuovi mercati "sostenibili" ma si produrrebbe, quale effetto collaterale, una implicita "soglia di esclusione" per tutte quelle PMI che, pur operando già oggi nei settori *ecocompatibili* (in particolare le imprese in fase di *start-up*) non avrebbero una loro giusta (ed equa) visibilità sul mercato del capitale, disincentivandone così la crescita.

In sostanza, è sulla *riconoscibilità* che bisogna intervenire. Perciò, la *creazione* delle "azioni verdi" non potrebbe avere ad oggetto solo l'individuazione di soglie economico-patrimoniali relativamente alle attività ecocompatibili, ma dovrebbe condizionare la struttura societaria e, dunque, avere ad oggetto anche specifici elementi – minimi – del contratto sociale da incorporare nell'azione a prescindere da una prospettiva di (o di una effettiva) negoziazione dell'azione in una sede di negoziazione.

In sintesi, una disciplina organica del "*green equity*" non dovrebbe avere a oggetto (o come modello *ispiratore*) solo le imprese già quotate che intendano accedere a un c.d. "indice ESG", ma dovrebbe porre al centro l'impresa in forma societaria *piegando* il modello *comune* agli specifici canoni della "impresa sostenibile" e, dunque, vincolando il *modo* in cui essa svolge la propria attività.

7. *L'esperienza italiana: l'integrazione dello scopo di sostenibilità "esterna" nelle società comuni*

Prima dell'attuazione – ancora oggi, non del tutto completa – della normativa sulla "finanza sostenibile" da parte della Commissione europea, alcuni interpreti si sono chiesti quale fosse il rapporto tra scopi – più o meno specifici – di sostenibilità enunciati negli statuti delle

percent. In addition, more than 50 percent of the company's investments must be allocated to activities considered green. A qualitative assessment of the company's alignment with the Nasdaq Green Equity Principles is done by an approved reviewer. The methodology used by the approved reviewer is available on the Nasdaq website».

Il documento è reperibile al seguente link:
https://www.nasdaq.com/docs/2025/04/03/1051-Q25_Nasdaq_Green_Designations_Factsheet.pdf

società e finalità lucrativa – *anche* soggettiva – dell’impresa collettiva in forma societaria di cui all’art. 2247 c.c.⁴²

Ci si è chiesti se, in effetti, fosse legittima l’introduzione di uno o più scopi di sostenibilità– anche sulla base dell’introduzione della nozione di «successo sostenibile» nel nuovo Codice di Corporate Governance – come fattore di potenziale compressione della finalità lucrativa dell’impresa (nel caso di specie, quotata)⁴³.

Si è detto, in effetti, che «il primo strumento di intervento statutario in funzione dell’inserimento di finalità di sostenibilità è l’agire sul piano della perimetrazione dell’attività economica che costituisce l’oggetto sociale»⁴⁴.

⁴² Cfr. sul punto, in primo luogo, la Massima n. A.B.1 del Consiglio Notarile delle Tre Venezie con cui si afferma che «nel nostro ordinamento non sussiste alcuna disposizione positiva o principio di diritto che imponga agli amministratori di società lucrative di attuare l’oggetto sociale avendo riguardo al solo interesse dei soci alla massimizzazione dei profitti. Al contrario, l’art. 41, comma 2, Cost. dispone che l’esercizio di una qualunque attività economica, ossia la ricerca di un profitto, non può svolgersi in contrasto con l’utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all’ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. A quanto sopra consegue che sono legittime le clausole dell’atto costituti-vo/statuto che, fermo restando quanto genericamente disposto dall’art. 41 Cost., dettano specifiche regole etiche e/o di sostenibilità che devono essere rispettate nella gestione della società, anche a scapito della massimizzazione dei profitti e della efficienza produttiva. Dette clausole integrano esclusivamente una modalità di perseguimento del fine di lucro senza aggiungere ad esso un ulteriore fine di utilità sociale, fine quest’ultimo di per sé estraneo al contratto di società come definito dall’art. 2247 c.c. e che pertanto non può essere inserito nell’oggetto sociale».

⁴³ La questione, peraltro, travalica il solo ordinamento societario italiano. Cfr., sul punto, C. P. MAYER, *Prosperity: better business makes the greater good*, Oxford, 2018. In part., nello sviluppare il concetto di “prosperità” delle organizzazioni aziendali e delle società in cui insistono, l’A. si concentra ai capp. 4 e 5 sul rapporto e sugli equilibri tra *ownership* e *governance* come fattori che conferiscono credibilità agli impegni assunti dalle imprese verso interessi generali o, comunque, *esterni* all’organizzazione produttiva. Critico, invece, L. A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91 ss. Gli AA., in particolare, criticano severamente l’approccio che valorizzi eccessivamente l’introduzione di interessi esterni nell’organizzazione nell’oggetto sociale in quanto tendono a indebolire il legame (e la *contemplatio domini*) che esiste tra amministratore e soci, rilevando poi che, sotto un profilo gestionale, gli amministratori tenderanno in ogni caso a privilegiare questi ultimi nelle proprie scelte discrezionali.

⁴⁴ Cfr. la motivazione alla Massima n. A.B.1 del Consiglio Notarile delle Tre Venezie, che ulteriormente sottolinea come «tale perimetrazione ha l’effetto di

In particolare, si è evidenziato come il perseguimento del «successo sostenibile» *riorienta* l'attività degli amministratori dell'impresa dalla massimizzazione del valore nel breve-medio termine verso obiettivi di massimizzazione del valore nel lungo termine. Ciò in quanto i gestori dell'impresa, tendendo a mitigare e diminuire gli impatti negativi dell'impresa nel lungo periodo, contribuiscono a minimizzare i rischi finanziari – conseguenti agli impatti negativi – cui l'attività di impresa è in varia misura esposta nel lungo termine.⁴⁵

Fintantoché la finalità lucrativa che caratterizza il contratto di società ai sensi dell'art. 2247 c.c. non sia del tutto eliminata, risulterebbero perciò legittime quelle decisioni dei soci – peraltro tanto in sede di costituzione, quanto di successiva modifica dell'oggetto sociale – che introducano nella società e, dunque, impongano agli amministratori – e più generalmente – all'organizzazione produttiva di perseguire interessi *extrasociali* di interesse *generale* o comunque *collettivo*⁴⁶.

Ciò poiché i soci, in quanto hanno diritto – oltre che *dovere* – di definire i tratti essenziali dell'attività di impresa con l'oggetto sociale, hanno implicitamente il diritto di determinare i principi ispiratori e l'*estensione* degli interessi cui la stessa impresa deve rivolgersi.

O almeno questo diritto è concepibile sintantoché non sia compromessa la struttura essenziale della finalità lucrativa – tanto

vincolare l'organo gestorio in quanto pone una limitazione dei poteri dello stesso in relazione al disposto del art. 2380 bis c.c. (quantomeno sul piano interno, posto che nei rapporti esterni vige il principio di cui all'art. 2384, comma 2 c.c.). Parallelamente alla perimetrazione dell'attività economica che costituisce l'oggetto sociale è possibile statutariamente operare in funzione della sostenibilità, ponendo limitazioni ai poteri gestori ex art. 2384, comma 2 c.c. Entrambi tali strumenti concorrono a determinare complessivamente le prerogative gestorie dell'organo amministrativo, fermo il principio dell'esclusività dei poteri gestori in capo al medesimo organo. Non contraddice tale fondamentale principio della s.a. la possibilità che il compimento di specifici atti gestori sia eventualmente subordinato all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria ex art. 2364, comma 1, n. 5) c.c., considerata la valenza meramente autorizzativa della stessa e ferma in ogni caso la responsabilità dell'organo gestorio per gli atti compiuti. Anche tale strumento potrà essere utilizzato per circoscrivere e modellare l'operatività dell'organo gestorio in funzione della sostenibilità».

⁴⁵ Cfr. M. VENTORUZZO, *op. cit.*, passim.

⁴⁶ Restando, perciò, implicitamente esclusa la possibilità che possano essere introdotti o perseguiti interessi *extrasociali* individuali in conflitto con gli interessi della società.

oggettiva, quanto soggettiva – dell’impresa societaria di natura capitalistica.

7.1. *Le società con struttura e oggetto “sostenibile” e i relativi principi di gestione*

Al di là delle riflessioni sulla possibile integrazione degli scopi di sostenibilità nell’oggetto delle società di capitali comuni, l’ordinamento societario italiano potrebbe già oggi prestarsi a emissioni di strumenti di *puro* «capitale verde» e potrebbe essere portato come esempio di buona prassi (o almeno di prassi percorribile) per le future iniziative del legislatore europeo.

Come accennato, il nostro ordinamento potrebbe già prestarsi a concepire degli strumenti di capitale di rischio che incorporano «obiettivi di sostenibilità».

In primo luogo, l’ordinamento societario *comune* contempla già la possibilità di costituire patrimoni destinati a singoli affari e di emettere strumenti finanziari partecipativi correlati a detto patrimonio.

Sarebbe, infatti, concepibile il ricorso all’istituto del patrimonio destinato ad attività con uno o più scopi sostenibili e di finanziarne la costituzione emettendo azioni o strumenti partecipativi correlati all’andamento delle sue attività.

L’istituto delle azioni speciali, indipendentemente dalla correlazione a un patrimonio destinato, potrebbe prestarsi a finanziare la riconversione di una o più attività caratterizzate dal perseguimento di obiettivi di sostenibilità.

E, tuttavia, entrambi gli istituti *ordinari* potrebbero dimostrarsi di difficile utilizzo sotto un profilo pratico e finanziario.

Da un lato, il patrimonio destinato è soggetto a limiti dimensionali di cui all’art. 2447-*bis* c.c. e, comunque, potrebbe essere finanziato unicamente mediante strumenti finanziari partecipativi⁴⁷, dall’altro, l’emissione di azioni speciali correlate alle “attività *ecosostenibili*” soggiacerebbe ai limiti di distribuzione degli utili di cui all’art. 2350 c.c., con la conseguenza che queste potrebbero generare un rendimento

⁴⁷ E, dunque, mediante strumenti finanziari ibridi, non di *puro* capitale di rischio. In argomento, si v. S. BRIGHENTI, *La costituzione di patrimoni destinati esclusivamente con apporti di terzi*, in *Giur. Comm.*, 2024, I, 642 ss.

solo se le attività “*non-ecosostenibili*” (o “*non-ancora-ecosostenibili*”) non abbiano portato complessivamente in perdita la società.

Come ulteriore alternativa e come strumento di vincolo *esterno*, si potrebbe anche immaginare la conclusione tra tutti i soci di un patto parasociale con cui tutti concordano di impegnarsi a *orientare* la società e, dunque, a esercitare i diritti sociali, allo scopo di perseguire specifici scopi di sostenibilità⁴⁸.

Tuttavia, ciò si scontrerebbe con la circostanza che il patto parasociale, avendo natura puramente contrattuale tra i soci, non avrebbe una influenza diretta sulla struttura organizzativa della società.

Un patto parasociale di questo tipo, perciò, si *aggiungerebbe* come strumento per il miglior perseguimento dei diritti sociali⁴⁹, ma non sarebbe di per sé sufficiente a garantire un *utilizzo* «ecosostenibile» del capitale sociale nella gestione di impresa.

Tuttavia, la legislazione societaria più recente ha consentito di *eludere* – se non proprio di superare – questi problemi *strutturali*.

L’emissione di strumenti di “capitale verde” *puro* potrebbe, infatti, divenire possibile utilizzando il *modello* della «società benefit» di cui all’art. 1, commi da 376 a 384, della L. 28 dicembre 2015, n. 208 (c.d. “Legge di Stabilità 2016”).

La «società benefit» è, infatti, configurata dalla normativa nazionale non come un tipo societario a sé stante, ma come una *declinazione* dell’oggetto sociale cui tutti i tipi di società possono accedere e a cui l’ordinamento assegna una importanza tale da essere integrata nella ragione sociale.

In altri termini, tutte le società possono assumere la parallela qualifica di «società benefit», ivi inclusa le società per azioni, con la conseguenza che le *S.B.p.A.* (ossia, le *società benefit per azioni*)

⁴⁸ Ciò potrebbe essere anche come requisito di quotazione dal gestore di un ipotetico segmento di mercato azionario che ammetta emittenti che svolgono attività «ecosostenibili».

⁴⁹ Per es., prevedendo l’impegno dei soci a non votare per la distribuzione di utili qualora questi diventino essenziali per migliorare le prospettive di realizzazione dei singoli obiettivi di sostenibilità perseguiti secondo le strategie aziendali di tempo in tempo in vigore.

potrebbero far ammettere, tra gli altri, le proprie azioni in una sede di negoziazione al pari una S.p.A. *comune*⁵⁰.

La legge stabilisce che le «società benefit», fermo restando l'eventuale scopo lucrativo, si impegnano *anche* a perseguire «una o più finalità di beneficio comune», ossia «il perseguimento di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi», impegnandosi a operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente nella generazione di detti benefici a favore di «persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse».

L'amministrazione della società benefit, dice la legge, deve essere tale da «bilanciare l'interesse dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie» cui detti benefici devono essere rivolti.

La discrezionalità nella determinazione del «beneficio comune» da perseguire in concreto è, invero, molto ampia e lasciata alla libertà dei soci, cui è demandato il compito di individuare nell'oggetto sociale quali «benefici collettivi» produrre e, dunque, a vantaggio di quale settore rivolgerli.

L'attività di una «società benefit» si configura, così, come una attività *sui generis*.

Al di là dell'implicita necessità di impiegare risorse umane e materiali per conseguire – anche – il «beneficio comune», la legge sembra richiedere un più profondo *impegno* della società verso le “categorie” di interessi e scopi di rilevanza collettiva individuati nell'oggetto sociale.

Come se la produzione del «beneficio» fosse l'attuazione di un impegno di carattere anche a contenuto *ideale* a perseguire uno scopo

⁵⁰ E, infatti, i titoli di alcune «società benefit» sono oggi negoziati sui mercati nazionali. Cfr. BORSA ITALIANA S.P.A., *V-Finance - Le società Benefit sul mercato AIM Italia*, in www.borsaitaliana.it, 2021. Degno di nota è anche il progressivo aumento nell'interesse che gli emittenti nutrono per “trasformarsi” – probabilmente per ragioni di *marketing* – in «società benefit». Si v. sul punto la notizia di cui all'articolo *Quotate in Borsa: una su quattro valuta l'opzione “benefit” o B Corp*, in www.repubblica.it, 29 aprile 2022, reperibile al seguente link: https://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2022/04/29/news/quotate_in_borsa_una_su_quattro_valuta_loption_e_benefit_o_b_corp-347459759/

di utilità sociale che, poiché parte dell'oggetto della società, è presumibilmente condiviso da tutti i soci⁵¹.

In altri termini, l'attività di una società benefit non sembra essere limitata alla mera beneficenza, né l'impegno che le viene richiesto sembra caratterizzato dal *semplice* miglioramento delle condizioni economiche, di lavoro e di sviluppo produttivo (in una sorta di concezione mutualistica)⁵².

In un certo senso, la caratterizzazione dell'attività imprenditoriale propria della «società benefit» ha approfondito e ampliato le concezioni relativamente alla funzione sociale dell'attività di impresa (si intende, lucrativa), che da essere strumento di produzione di benessere economico generalizzato, può oggi anche scegliere – se lo ritiene – di *partecipare* attivamente alla realizzazione di scopi di utilità sociale (in positivo come “produzione” vera e propria di «benefici comuni» o in negativo come “riduzione” o “compensazione” delle esternalità negative).

Sotto questo profilo, la società benefit si avvicina a quelle forme di attività di impresa non – soggettivamente – lucrative che l'ordinamento ha tradizionalmente conosciuto e ammesso a condurre (ossia, le imprese mutualistiche e, ancor più, le imprese sociali), pur mantenendo da esse

⁵¹ Cfr. G. D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, in *Analisi giur. econ.*, 2018, 81-94. L'A. sottolinea a p. 86 che «le società benefit possono invece perseguire il beneficio comune “oltre” allo scopo di divisione degli utili (o a quello mutualistico). “Oltre”, a mio avviso, vuole sottolineare che lo scopo lucrativo è quello considerato per primo, al quale si aggiunge lo scopo di beneficio comune. È vero [...] che non c'è nella norma una gradazione tra i due scopi [...], ma mi pare sussista anche letteralmente, non solo nelle intenzioni del legislatore, un *prius* (il lucro) e un *ultra* (il beneficio comune), almeno nel senso che si tratta di società costituite for profit che si prefiggono anche una finalità non profit a vantaggio generale, senza che la legge preveda una qualsiasi limitazione alla distribuzione degli utili. In ogni caso, il beneficio comune è un vero e proprio scopo aggiuntivo che può assumere quanto meno un ruolo quasi altrettanto significativo del lucro (anche se di solito sarà più nettamente secondario), se non addirittura paritario [...]. Le società benefit si caratterizzano pertanto per avere un'esplicita *dual mission*, sono veri e propri ibridi funzionali».

⁵² Cfr. *Ibidem*, 89, in cui sottolinea che «il beneficio comune non può essere realizzato attraverso un'attività di mera erogazione, di beneficenza [...], ma deve essere frutto della “loro” attività, vale a dire della stessa attività esercitata dalle società – o al più di un'ulteriore attività economica che viene inclusa nell'oggetto sociale – attività che si plasma per risultare strumentale anche allo scopo di beneficio comune».

una incisiva autonomia. Lo scopo lucrativo *soggettivo* dei soci, pur subendo una *compressione economica*, resta un elemento centrale ed essenziale dell'impresa societaria.

L'impegno che si richiede alla «società benefit» sembra, infatti, un impegno *globale* nei confronti di un settore di interesse collettivo cui viene – almeno in parte – rivolta la propria attività: l'attività di produzione del «beneficio» non è fine a sé stessa, ma deve essere in principio destinata a produrre gli «impatti» che i soci si sono ripromessi di generare impegnandosi a produrre il «beneficio» stesso.

Impatto, peraltro, che deve essere *misurabile* e, dunque, periodicamente verificabile grazie alle specifiche relazioni predisposte e allegate ai – per divenire parte dei – bilanci di esercizio.

In questo modo, non solo gli impatti sono misurabili e misurati secondo i principi tipici delle scritture contabili (e, dunque, secondo verità, correttezza e prudenza), ma devono essere pubblicamente disponibili, sì che il pubblico generale – e almeno le comunità interessate – possano prenderne cognizione in modo da verificarne ed eventualmente *contestarne* il contenuto.

Pubblicità che viene *potenziata* in quanto la relazione, quale componente del bilancio di esercizio, viene sì depositata presso il – e resa pubblicamente accessibile grazie al – il Registro delle Imprese, ma deve essere anche messa a disposizione sul sito *internet* della società.

Una forma di responsabilità, per dir così, *politico-ideale* che verrebbe tramutata in una fattispecie di responsabilità amministrativo-contabile di natura strettamente societaria.

7.2. La gestione della società benefit tra due o più “sostenibilità”: quale equilibrio?

Il legislatore, oltre a fornire i – vaghi – precetti cui gli amministratori devono attenersi nella gestione della «società benefit», si è posto il correlato problema della loro responsabilità per la violazione (o, comunque, il mancato perseguimento) delle finalità di «beneficio comune».

Sul punto, invero, la legge impone che «l'inosservanza degli obblighi [di perseguimento del «beneficio comune»] può costituire inadempimento ai doveri imposti agli amministratori dalla legge e dallo statuto» e, in tal caso, «si applica quanto disposto dal codice civile in

relazione a ciascun tipo di società in tema di responsabilità degli amministratori».

Ciò, si unisce alla responsabilità amministrativa della società per gli atti di pubblicità ingannevole e gli altri illeciti nei confronti dei consumatori previsti dal Codice del Consumo evidentemente per il mancato perseguimento del «beneficio» e, dunque, per l'utilizzo tendenzialmente ingannevole della qualifica di «società benefit».

Una formulazione che non aggiunge nulla di nuovo all'ordinario regime di responsabilità degli amministratori.

Tuttavia, nella legge non si affronta il problema di come gli ordinari regimi di responsabilità possano subire alterazioni nel caso in cui la situazione patrimoniale della società non permetta il bilanciamento tra «interesse dei soci» e «finalità di beneficio comune» e, anzi, nel caso in cui la situazione patrimoniale della società benefit sia tale da contrapporli sì che il perseguimento dell'uno non consenta la realizzazione dell'altro.

Nel caso di specie, la contrapposizione tra questi “interessi interni” pone gli amministratori (e la società in quanto persona giuridica) in una posizione certamente di non agevole *gestione*.

Ciò per l'evidenza logica che, come accennato, il perseguimento della sostenibilità finanziaria è – inevitabilmente – strumento per la produzione del «beneficio» e, più generalmente, è essenziale per assicurare la sopravvivenza e il perpetuarsi dell'impresa stessa (e, dunque, per paradossale che possa sembrare, per il perpetuarsi dello stesso «beneficio»).

In questi casi, ragioni di equità indurrebbero a ritenere che gli amministratori e la società non siano responsabili quando la contrapposizione tra interesse alla sostenibilità finanziaria dell'impresa e alla produzione del «beneficio» (e, dunque, aderenza all'obiettivo di sostenibilità fissato nello statuto) sia divenuto – temporaneamente – impossibile o sia comunque entrato in contrasto con la sostenibilità finanziaria stessa dell'impresa per ragioni di congiuntura nel mercato in cui la società è attiva.

Ciò a condizione, si dovrebbe dire, che la contrapposizione sia sorta per cause esterne all'organizzazione aziendale e non diligentemente prevedibili e che gli amministratori abbiano fatto ogni diligente sforzo

organizzativo e di gestione finanziaria per evitare questa contrapposizione⁵³.

Ciò comporterebbe l'ulteriore obbligo, questa volta anche a carico dei soci – quantomeno in relazione ai profili di responsabilità amministrativa *personale* della società – di agire altrettanto *responsabilmente* nella gestione sociale che a loro compete e, perciò, di non dividere gli utili che l'impresa abbia eventualmente prodotto negli esercizi successivi a quelli in cui non è stato possibile produrre *anche* il «beneficio» e di destinarli (o di consentire a che siano destinati) alla produzione del «beneficio». Ciò allo scopo di consentire alla società di ripristinare gli *equilibri* nella gestione che la legge impone proprio alla società benefit e, dunque, di consentire l'utilizzo degli utili prioritariamente per *riprendere* a produrre i «benefici» e non solo a conseguire di nuovo l'utile da distribuire⁵⁴.

Una diversa interpretazione, infatti, rischierebbe di generare rischi difficilmente controllabili di condotte *ingannevoli*, come è il caso – ormai rilevante per il legislatore europeo e, dunque, anche per le autorità italiane – dei fenomeni di c.d. “*green washing*”.

Diversamente, non sembra ci siano negli altri casi spazi per non imputare agli amministratori la responsabilità per *mala gestio* conseguente alla violazione degli specifici – sebbene vaghi – obblighi di *gestione equilibrata* dell'impresa sociale.

Mala gestio che, peraltro, si tradurrebbe nei danni subiti dalla società in conseguenza alle sanzioni amministrative per condotta ingannevole derivanti dalla mancata produzione dei «benefici». E ciò, sempre che detto mancato perseguimento non sia esclusivamente imputabile ai soci e, nello specifico, al loro interesse a dividersi gli utili *nonostante* dovessero essere utilizzati per continuare a garantire la continua produzione del «beneficio».

Ad analoghe conclusioni si potrebbe pervenire in punto di responsabilità degli amministratori di società, anche “non-benefit”, che

⁵³ Cfr. in ordine alla valutazione del grado di diligenza P. MONTALENTI, F.RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 2017, I, 775 ss.

⁵⁴ Cfr. sul punto l'analisi di G. BOSI, *Commons rules. Regolazione dei beni comuni imprenditoriali e neo-funzionalismo del diritto commerciale*, in *Giur. Comm.*, 2024, I, 1231. L'A., in particolare, sottolinea che non gli amministratori possono essere ritenuti i soli responsabili nella gestione dell'impresa sociale *funzionalizzata*.

emettono «obbligazioni verdi» o altro strumento finanziario di debito che persegue uno o più obiettivi di sostenibilità, laddove le sanzioni dovrebbero, tuttavia, provenire da un'autorità di vigilanza competente sugli emittenti (e, dunque, dalla Consob per quanto concerne le obbligazioni verdi emesse e negoziate in Italia) per le violazioni connesse alla falsità delle informazioni inserite nel prospetto informativo del titolo e alla falsità delle informazioni periodicamente trasmesse al mercato sull'andamento dell'impresa per quel che concerne il rispetto dei criteri di «ecosostenibilità».

Responsabilità risarcitoria di rango sociale cui poi si dovrebbe aggiungere la responsabilità risarcitoria dell'emittente nei confronti degli investitori per quel che concerne il prospetto d'offerta ai sensi dell'art. 94 ss. TUF⁵⁵.

In quest'ultimo caso, tuttavia, la responsabilità degli amministratori per gli atti di *mala gestio* riguarderebbe gli «obbligazionisti verdi» (o prenditori dei diversi «strumenti sostenibili di debito») e, dunque, una categoria di creditori sociali nei cui confronti gli amministratori, ai sensi dell'art. 2394 c.c., devono assolvere all'obbligo di «conservazione dell'integrità del patrimonio sociale».

La *mala gestio* degli amministratori perciò deve portare, nel caso di specie, il patrimonio sociale a divenire «insufficiente al soddisfacimento dei [...] crediti» in capo all'emittente.

Di conseguenza, la violazione degli obiettivi di sostenibilità incorporati da una «obbligazione verde» emessa da una società (sia essa «benefit» o meno) dovrebbe tradursi per l'emittente in un danno al proprio patrimonio (e, dunque, in sanzioni amministrative dall'importo) talmente elevato da provocare il dissesto della società emittente e, per conseguenza, la sua insolvenza (o quantomeno l'inadempimento degli obblighi di pagamento e delle scadenze previste dal regolamento di emissione del singolo strumento).

Perciò, gli «obbligazionisti verdi» sembra vantino nei confronti dell'emittente, al pari degli altri creditori sociali, una tutela di grado particolarmente debole per la violazione di quegli obblighi e di quegli obiettivi *programmatici* di sostenibilità incorporati dallo strumento⁵⁶.

⁵⁵ Sul punto, si v. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto*, Milano, 2020.

⁵⁶ Si intende, al di là delle «azioni» di rango consumeristico per le «società benefit» e delle diverse responsabilità amministrative nei confronti della Vigilanza per gli emittenti in generale.

I prenditori degli strumenti sostenibili avrebbero, infatti, azione solo laddove le violazioni degli obiettivi di sostenibilità si dovessero tradurre in un danno particolarmente incisivo per il patrimonio sociale tale da compromettere la solvibilità dell'emittente.

Le penalità e le misure compensative concepite a livello di prassi o il mero danno reputazionale subito dall'emittente per la violazione degli obiettivi di sostenibilità potrebbero dimostrarsi misure che, pur tutelando il mercato, potrebbero produrre risultati che possono essere trascurabili per i prenditori degli strumenti (i quali, peraltro, potrebbero deciso di acquistare detti strumenti proprio per gli aspetti di sostenibilità che caratterizzavano lo strumento)⁵⁷.

7.3. *La società benefit come modello per l'emissione di "azioni verdi"?*

Il modello della società benefit risulta in un certo senso *vocato* a divenire uno *strumento* di emissione di "azioni verdi" e, dunque, di realizzazione di un possibile mercato del "capitale di rischio" nel senso in cui è stato delineato nei paragrafi precedenti.

Vocato, ma non ancora pienamente *utilizzabile*.

In particolare, la disciplina della società benefit è divenuta paradossalmente *eccentrica* rispetto al vigente sistema normativo sulla "finanza sostenibile".

Il legislatore del 2015 ha concepito il *modello* della società benefit (posto che non si può, in questo caso, parlare di *tipo*) come una *etichettatura* aggiuntiva al tipo sociale che fosse accessibile a tutte le società che volessero promuovere uno o più obiettivi di sostenibilità senza predisporre un impianto legislativo particolarmente efficace verso quelle società che adottavano il modello anche solo per finalità meramente *comunicative* (e, così, favorendo fenomeni di "*green washing*").

Ciò in particolare sembra acuito dall'ampiezza dei "*settori di destinazione*" del «beneficio comune» (e degli «impatti»), che comprendono categorie di interessi collettivi con una rilevanza anche

⁵⁷ In punto di meccanismi di penalità e misure di tutela, cfr. D. FOÀ, *op. cit.*, 444-458.

solo *civica* il cui «impatto» potrebbe essere difficilmente *misurabile* al di là dei costi sostenuti per la *produzione*⁵⁸.

La società benefit è stata certamente un primo tentativo del legislatore essenzialmente ispirato ai principi dell'Agenda 2030 dell'ONU (all'epoca recentemente approvata).

Tuttavia, il legislatore nazionale non ha *curato* lo sviluppo del *modello* per mantenerlo (o renderlo) più coerente con le politiche europee sulla promozione della transizione ecosostenibile e la – allora nascente – disciplina in materia di “finanza sostenibile”, né ha avuto una sufficiente attenzione verso i fenomeni *comportamentali* di “*green washing*”.

Peraltro, si deve evidenziare che oggi viene in luce il paradosso che le società benefit, *create* dal legislatore nazionale allo scopo di essere ed essendo *comunemente percepite* come società essenzialmente dedicate a uno o più scopi di sostenibilità ESG, essendo accessibili a *tutte* le imprese, potrebbero comunque condurre attività non «ecosostenibili» ai sensi della tassonomia europea e, dunque, potrebbero comunque ottenere una *riconoscibilità* e *visibilità* che, comunque, risulterebbe ingiustificata rispetto alle modalità con cui oggi sono perseguiti gli obiettivi *politici* in materia di promozione della finanza (e dell'impresa) «ecosostenibile».

Perciò il legislatore nazionale – anche per porsi all'avanguardia rispetto agli altri ordinamenti esteri – dovrebbe intervenire sul *modello* della società benefit e *aggiornarlo* alla disciplina sulla *tassonomia* di cui al Regolamento (UE) 852/2020 e ai correlati Regolamenti Delegati e ciò proprio in considerazione dell'applicabilità del predetto Regolamento *anche* all'attività degli Stati Membri in materia di «investimenti ecosostenibili» ai sensi dell'art. 1, par. 2.

Ciò potrebbe compiersi, in una prima ipotesi, abbandonando la nozione di “produzione del beneficio comune” in funzione delle

⁵⁸ Si pensi, per es., all'impegno a produrre «benefici comuni» nel settore dei beni culturali. Sul punto, si v. la differenziazione – e le posizioni critiche – espresse da G. D. MOSCO, *op. cit.* in ordine alla distinzione non del tutto netta tra scopo della società benefit e di «impresa sociale» in seguito alla riforma di quest'ultima di cui al D.Lgs. 3 luglio 2017, n. 112. L'A., infatti, sottolinea come lo scopo di interesse generale con finalità, tra le altre, *civiche* dell'impresa sociale e la introduzione di una – sebbene parziale – legittimazione del lucro tendessero a sfumare eccessivamente la distinzione tra questi due modelli.

categorie di “*interessi beneficiari*” e introducendo, dunque, una relazione biunivoca tra la disciplina della società benefit e i criteri di tassonomia di cui al Regolamento (UE) 852/2020, così consentendo la costituzione (o l’*adozione*) di società benefit solo a quelle società il cui oggetto sociale è riconducibile a una delle attività rientranti ai criteri di tassonomia, conformando l’organizzazione imprenditoriale ai criteri minimi previsti per la specifica attività prescelta.

In alternativa, il legislatore potrebbe “riorganizzare” la società benefit introducendo un modello *bifasico*, distinguendo due *tipi* di società benefit, la prima che si impegna a *produrre* «benefici comuni» di rilievo puramente *civico* e la seconda che si vincola a condurre una attività «ecosostenibile» e a condurla secondo i criteri di «ecosostenibilità» previsti dal Regolamento (UE) 852/2020 e i correlati regolamenti delegati.

A opinione di chi scrive, questi correttivi porrebbero rappresentare le basi per la creazione di un “capitale di rischio verde” (e del correlato mercato).

Ciò peraltro consentirebbe di intervenire senza dover necessariamente distinguere la disciplina della società benefit in relazione alle *forme* dello strumento di capitale e, dunque, senza essere necessariamente *costretti* a regolare direttamente una “azione verde” (e, così, implicitamente, escludere le società non-azionarie).

Un intervento di questa natura, almeno sotto il profilo giuridico, consentirebbe anche alle imprese *start-up* e alle PMI di *accedere* da subito ai criteri di «ecosostenibilità» individuati alla disciplina di tassonomia e *lucrare* così la medesima *riconoscibilità* sul mercato di cui oggi godono le grandi imprese emittenti «obbligazioni verdi».

Visibilità e *riconoscibilità* di cui anche le piccole imprese «ecosostenibili» necessitano per crescere sul mercato e per *farsi* partecipi alla – e quindi *strumento* della – transizione. Ciò, naturalmente, laddove *meritino* di ottenerla e mantenerla in funzione della serietà dell’*impegno* e degli *impatti* prodotti.