

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE / DICEMBRE

2024

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

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI
REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

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

The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*

SOMMARIO: 1. Sostenibilità, *marketing e reporting*: l'informazione come valore - 2. La disinformazione in materia di sostenibilità, e la parzialità di un'indagine basata sul (solo) *Greenwashing* - 3. Il *Greenhushing*: definizione e diffusione nel mercato finanziario - 4. Fondamenti operativi delle strategie di *greenwashing* nel mercato finanziario - 5. I rischi derivanti dalla diffusione del *greenhushing* - 6. (segue) L'espansione della *climate change litigation*, e il suo impatto sulla promozione delle attività sostenibili ad opera delle imprese - 7. L'impatto delle strategie di *greenhushing* sullo sviluppo del quadro normativo in materia di finanza sostenibile e sulla tutela dell'investitore - 8. Riflessioni su possibili strategie di *policy* alla luce della normativa vigente - 9. Considerazioni conclusive.

1. *Sostenibilità, marketing e reporting: l'informazione come valore*

La letteratura di settore e l'evidenza pratica ben dimostrano come l'attenzione riservata da operatori di settore ed istituzioni comunitarie alle problematiche connesse alla sostenibilità nei mercati regolati abbia inciso orizzontalmente sull'assetto operativo di questi ultimi; la necessità, per le imprese, di integrare la sostenibilità nei propri modelli di *business* e nei processi produttivi è emersa ad esito di un duplice processo di "persuasione" esercitato, da un lato, da investitori che hanno manifestato un interesse sempre maggiore verso aziende e prodotti ecosostenibili e, dall'altro, dall'emersione di un eterogeneo *corpus* normativo in materia.

Contestualmente allo svilupparsi di tale processo di transizione, è emersa quale corollario (di natura squisitamente normativa) l'opportunità di introdurre regole che consentissero agli operatori di mercato di comunicare efficacemente al pubblico le iniziative intraprese in materia di sostenibilità, in buona parte quale risposta alle

* Il presente scritto sviluppa e rielabora una primigenia riflessione presente, con il titolo "Greenhushing di prodotti finanziari e informazione al mercato", in F. RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità non finanziaria e mercati vigilati: regolatori, operatori e consumatori nella "galassia" ESG*, Torino, 2024. Esso costituisce, inoltre, parte di una più ampia riflessione condotta nel contesto del Progetto *Jean Monnet "Sustainability and Regulation in the European Union"* (ID:101127397), co-finanziato dal programma Erasmus+ della Commissione Europea.

strategie di *green marketing*¹.

Ciò – è bene sottolinearlo – non allo scopo di ridurre o disincentivare i riferimenti alla sostenibilità nell’ambito delle strategie di *marketing*: se, infatti, in prima approssimazione la stessa nozione di *green marketing* – o, in una prospettiva più ampia, di *sustainable marketing* – pare costituire una contraddizione in termini (posto che il *marketing* è, da sempre, associato allo stimolo dei processi di produzione e consumo, laddove la sostenibilità persegue obiettivi diametralmente opposti, volti a mitigare le dinamiche di *overconsumption*²), una lettura dicotomica in senso escludente della relazione tra *marketing* e sostenibilità rischierebbe di sottovalutare il ruolo significativo che il primo riveste quale strumento informativo all’interno dei mercati, nonché la capacità delle strategie di comunicazione commerciale di favorire un proficuo bilanciamento tra interesse sociale ed imprenditoriale³, coerentemente con i principi della *Corporate Social Responsibility*.

Il *marketing* assume, in tal senso, un ruolo essenziale per la promozione della sostenibilità nel mercato: mediante comunicazioni volte a sensibilizzare gli investitori sulle tematiche ESG, esso ne favorisce il processo di alfabetizzazione; al contempo, illustrando i vantaggi offerte dai prodotti ecosostenibili, un’efficace comunicazione al mercato promuove la *competition on the merits* tra gli operatori. Una dimensione *market-oriented* della sostenibilità, da ultimo, consente di delegare (pur parzialmente) il perseguimento dei *Sustainable Development Goals* al settore privato, smarcandosi dalla lettura

¹ Sul tema, *inter alia* e non limitatamente al dibattito intercorso nel mercato bancario e finanziario, G. MARCATAJO, *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e green washing*, in *JUS*, 2022, 184-229; A. DE FRANCESCHI, *Editorial: The Sustainability of Consumer and Market Law: Green Claims, Greenwashing and the Right to Repair*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2023, 12, 2, 45-48; F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, 1. Più risalente, ma puntuale, la riflessione di F. RALDO, M. MELIS, *Green Marketing. Come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, Milano, 2012.

² Imprescindibile, in tale contesto, un riferimento a J. SALZMAN, *Sustainable Consumption and the Law*, in *Environmental Law*, 1997, 27, 1243 ss. Più recentemente B. MÄIHÄNIEMI, *Manipulation into unsustainable consumer choices as exploitative abuse of dominance*, in *Market and Competition Law Review*, 2024, 8, 1.

³ J. GRANT, *Introduction: Sustainability, New Marketing and The Beautiful Coincidence*, in ID. (a cura di), *The Green Marketing Manifesto*, John Wiley & Sons Ltd, 2012, 1-16.

marcatamente istituzionalista – che a lungo ha caratterizzato l’approccio alla gestione delle esternalità socio-ambientali – e promuovendo un approccio valoriale al mercato⁴.

Pur con le dovute riserve connesse alla riconduzione del tema della sostenibilità all’interno di un’economia neoclassica quale quella propria del mercato finanziario, non vi è dubbio che un efficace processo di *commodification* dei prodotti ESG negoziati conferisca agli attori del mercato – nella prospettiva del regolatore pubblico – il ruolo di entità sub-politica⁵, funzionale alla promozione di comportamenti virtuosi presso gli investitori ed in grado di generare (pur all’interno di una strategia genuinamente imprenditoriale) benefici per il benessere pubblico, la società, e l’ambiente.

Il *sustainability marketing* integra, dunque, obiettivi di sviluppo sostenibile nella strategia aziendale e nei processi di circolazione dei prodotti. La funzione sociale si integra con la finalità commerciale, trasformando le caratteristiche dell’azienda in materia di sostenibilità in un vantaggio competitivo distintivo: del pari l’investitore, sensibilizzato dalla promozione degli elementi di sostenibilità caratterizzanti i prodotti offerti, non solo acquisisce maggiore consapevolezza delle problematiche ESG, ma trova anche motivazioni concrete per sostenere la propria scelta di investire in progetti imprenditoriali ecosostenibili.

Tutto questo vale in via generale per i mercati di consumo; tuttavia, tali effetti si amplificano all’interno dei mercati finanziari, nei quali i

⁴ G. OPPO, *Diritto dell’impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, I, 15 ss.; A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale e l’impresa bancaria*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, 175 ss.; G. CONTE, *La disciplina dell’attività d’impresa tra diritto, etica ed economia*, in AA.VV., *La responsabilità sociale dell’impresa*, Bari, 2009, 3 ss.; C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell’impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 171. V. BEVIVINO, *La responsabilità sociale delle imprese. Strumenti attuativi e rimedi*, Napoli, 2018; F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023.

⁵ Cfr. *ex multis* F. FIMMANÒ *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell’impresa?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, 5, 777 ss.; A. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *An. Giur. Economia*, 2022, 1, 63-114. Più risalente, ma altresì significativo in tema, G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d’impresa*, Milano, 2015. Cfr. altresì F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004.

processi di circolazione dell'informazione rivestono tradizionalmente un ruolo essenziale e duplice, essendo la piena e trasparente informazione funzionale all'adeguata allocazione delle risorse economiche – riducendo le asimmetrie e neutralizzando gli squilibri (contrattuali o informativi) tipici del mercato finanziario⁶ – e al genuino esplicarsi dei meccanismi di *price discovery*. Non solo: se in generale la trasparenza e la disponibilità dell'informazione possono identificarsi come caratteristica proprie, *tout court*, di un mercato efficiente, l'elevata complessità e peculiarità dei prodotti oggetto di negoziazione nel settore finanziario rendono queste caratteristiche particolarmente rilevanti. Ciò, non foss'altro, perché il contratto a mezzo del quale si negozia un prodotto finanziario prevede il trasferimento immediato ed attuale di una somma di danaro da parte del risparmiatore avverso la titolarità, in suo favore, di una mera aspettativa, la cui realizzazione e “consolidamento” nel corrispondente diritto sono in parte rimessi al comportamento del soggetto che tale aspettativa dovrebbe soddisfare, in parte ad indici ed andamenti dei mercati di ardua prevedibilità⁷. È, dunque, evidente come sia proprio il concetto di “aspettativa d'investimento” – unitamente alla volontà a ridurre le distonie potenzialmente caratterizzanti la relazione *principal-agent* con il proprio intermediario di riferimento⁸ – a porre l'accento sulla necessità di basare le proprie scelte sulle informazioni che il mercato è in grado di trasmettere.

Naturalmente l'attenzione all'informazione non si giustifica esclusivamente alla luce dell'interesse a creare condizioni di efficienza allocativa nel mercato finanziario, ma anche in considerazione del

⁶ In tema A. ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in G. MOLLO (a cura di), *Quaderno Giuridico Consob - Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, ottobre 2015, 257 ss.; A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 561; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003. Con riferimento alle implicazioni di tali forme di squilibrio dal punto di vista del ruolo del giudice P. CORRIAS, *Squilibri contrattuali e poteri del giudice*, in *An. Giur. Economia*, 2018, 2, 459-476.

⁷ Così R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, 720; v. altresì P. RESCIGNO, “Trasparenza” bancaria e diritto “comune” dei contratti, in *Banca borsa e tit. cred.*, pt. 1, 3, 1990, 297 ss.

⁸ D. ROSSANO, *La sostenibilità nella consulenza finanziaria* in Convegno “Sostenibilità. Finanza, Mercati, Ambiente”, Bari, 16-17 maggio 2024.

peculiare rilievo attribuito alla tutela del risparmio che in tale settore viene investito; interesse che, correttamente osservato⁹, assume duplice rilevanza sia come interesse privato dell'investitore – affinché, tramite l'operazione finanziaria, egli possa disporre nella maniera più idonea del proprio risparmio – sia nella prospettiva dell'interesse, di natura pubblicistica, del sistema economico complessivamente considerato, al buon funzionamento del mercato. Buon funzionamento che, pacificamente, oggi ricomprende nel proprio spettro la capacità del mercato di preservarsi in prospettiva dinamica ed intergenerazionale¹⁰. Naturalmente, la comunicazione – e la sua proiezione esterna riferibile al *marketing* – costituisce solo una parte del panorama informativo sul quale il funzionamento del mercato finanziario si fonda: medesime considerazioni possono operarsi, infatti, con riferimento a quegli obblighi di *reporting* che – sovente di più ardua comprensione per l'investitore, ed in particolare per i soggetti *retail* – risultano funzionali all'ottimale esercizio dei poteri di vigilanza, volti a coniugare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti con processi di sana e prudente gestione delle risorse¹¹.

2. La disinformazione in materia di sostenibilità, e la parzialità di un'indagine basata sul (solo) Greenwashing

Le considerazioni fin qui operate si pongono, pacificamente, alla base della ricca disciplina del dovere di informazione sugli strumenti finanziari prevista a carico degli operatori del mercato – la quale, quando riferita al rapporto di consulenza, individua il proprio referente primario nella figura dell'intermediario¹² – nonché delle disposizioni in

⁹ P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2011, Torino, 242.

¹⁰ G. LUCHENA, *Ambiente, diritti delle generazioni future ed etica della responsabilità*, in F. GABRIELE, A.M. NICO (a cura di), *La tutela multilivello dell'ambiente*, Bari, 2005, 203.

¹¹ Cfr. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 63 ss.

¹² A. DI BIASE, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento*, Bologna, 2023; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 24; V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di) *I contratti dei risparmiatori*,

materia di trasparenza operanti nell'ambito dei fenomeni di *disclosure* che caratterizzano la *due diligence* degli operatori bancari e finanziari¹³, peraltro recentemente arricchitasi proprio con riferimento al tema della sostenibilità¹⁴.

In tali contesti, l'interazione tra disciplina dell'informazione nel mercato finanziario e comunicazioni circa la sostenibilità ambientale, sociale, e di *governance* (*Environmental, Social, and Governance Sustainability* - ESG) di prodotti e operatori, complice l'emersione di un numero sempre maggiore di *claims* in materia di sostenibilità, nonché alla luce della crescente attenzione nei confronti degli investimenti riconducibili al rispetto di fattori ESG, è stata analizzata primariamente con riferimento alla necessità di mitigare e contrastare i fenomeni di *greenwashing*.

Il termine, come noto, indica la condotta di un operatore che fornisca informazioni non corrette – ovvero non pienamente verificabili – in merito all'effettivo impatto ambientale o sociale della propria attività, al fine di ingenerare un'erronea rappresentazione nelle menti delle controparti e di promuovere la collocazione di prodotti asseritamente (ma non realmente) sostenibili presso il mercato¹⁵.

Milano, 2013, 259 ss.; I. SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, 3, I, 282 ss.

¹³ A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss.

¹⁴ Si fa riferimento, naturalmente, all'entrata in vigore della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD o CS3D), Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859. sulla quale v. *ex multis* A. PACCES, *Civil liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: a law & economics analysis*, in *European Corporate Governance Institute-Law Working Paper*, 2023, n. 691; M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Rivista delle società*, 2022, 714-725; R. NATOLI, *La responsabilità civile d'impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, marzo 2022, 1.

¹⁵ La prima formulazione compiuta della nozione si deve, come noto, a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88. In anni recenti, il fenomeno è stato oggetto di attenzione da ampia parte della dottrina. Cfr., T. RUMI, *La tutela del consumatore dalle asserzioni ambientali ingannevoli*, in *Jus civile*, 2022, 1408 ss.; D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2021, 70;

Il contrasto al *greenwashing* costituisce ormai un aspetto al centro della riflessione dottrinale ed istituzionale nel mercato finanziario: il tema è stato espressamente identificato quale priorità nell'ambito dell'azione delle autorità di supervisione e vigilanza¹⁶ e rappresenta il – più o meno esplicito – perno di buona parte degli interventi normativi operati nell'ultimo quinquennio sulla disciplina dei mercati finanziari¹⁷. La lotta al *greenwashing* è emersa, poi, al centro di una serie di spinte repressive – manifestatesi primariamente attraverso la *climate change litigation* – ad opera di attori della società civile¹⁸.

A fronte della grande attenzione rivolta al *greenwashing* risulta, di contro, allo stato marginale l'indagine circa i caratteri di un diverso fenomeno che con esso intrattiene un rapporto di stringente connessione (financo, si potrebbe dire, di co-dipendenza) e che risulta parimenti condizionato dalla proliferazione normativa osservatasi in materia di sostenibilità: si fa riferimento alla pratica del *greenhushing* (o *green-*

F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2019, 2, 458 e ss; G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 222-276; G. STRAMPELLI, U. MALVAGNA, *Dichiarazione non finanziaria: il ruolo del collegio sindacale*, in www.dirittobancario.it, 2023; A. SCIARRONE ALIBRANDI, C. FRIGENI, G. SCHNEIDER, *Conduct Risk as a Possible Approach for Enhancing ESG-related Risks' Awareness and Management*, in K. ALEXANDER, M. GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024. Si consenta altresì un rinvio a A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, 2022, III, 1, 515 e dottrina *ivi* richiamata.

¹⁶ Cfr. EIOPA, *Final Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, EIOPA-BoS-24-159, 4 giugno 2024, in www.eiopa.europa.eu.

¹⁷ J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in www.lse.ac.uk, giugno 2024.

¹⁸ B. BALLAN, J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 2024, 81, 545 ss.; già in precedenza J. SEZER, L.C. VANHALA, *Climate Change Litigation: A review of research on courts and litigants in climate governance*, in *Wiley Interdisciplinary reviews: climate change*, 2019; J. PEEL, H.M. OSOFSKY, *Climate Change Litigation*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 16, 2020, 22-23.

hushing e, in alcuni contributi, *greenbleaching*¹⁹), termine che indica l’atteggiamento di quegli operatori finanziari che – per una pluralità di motivazioni oggetto di indagine nel prosieguo del lavoro – decidono di *non comunicare* le proprie caratteristiche di sostenibilità (ovvero la natura sostenibile dei prodotti da essi negoziati) al mercato.

Il *greenhushing* – pur muovendo da ragioni e perseguendo finalità differenti da quelle alla base dei fenomeni di *greenwashing* – si rivela parimenti idoneo ad incidere negativamente sul corretto sviluppo delle dinamiche del mercato finanziario, ostacolando i processi di ottimale allocazione dei prodotti.

A differenza del *greenwashing*, tuttavia, le condotte basate sul *greenhushing* sono di più complessa identificazione da parte dell’operatore pubblico e, soprattutto, ben più difficili da scongiurare attraverso azioni repressive basate sullo strumento regolatorio e sull’attività di vigilanza. Tutto questo, principalmente, alla luce del carattere “omissivo” del fenomeno.

Stante la ridotta attenzione finora dedicata al *greenhushing* e alle sue implicazioni per il mercato finanziario – ciò anche in considerazione delle difficoltà connesse a “mappare” l’entità e la diffusione del fenomeno²⁰ – le pagine che seguono saranno dedicate ad offrire, una panoramica in merito alla fenomenologia di tale strategia e ad identificarne le ragioni di emersione, per poi porre l’attenzione sugli effetti che questo è suscettibile di avere in termini di stabilità e sviluppo del settore. Da ultimo, si cercherà di comprendere se e come l’attuale disciplina in materia di informazione di sostenibilità sia in grado di contrastare il fenomeno – considerandosi altresì la possibilità di ricondurre il *greenhushing* all’interno dello spettro applicativo della disciplina in materia di *greenwashing*²¹ – e, conseguentemente, di riflettere circa future strategie di *policy* da prendere in considerazione.

¹⁹ V. *Greenwashing: l’SMSG chiede chiarimenti alle ESAs sulla definizione*, in dirittobancario.it, 20 gennaio 2023.

²⁰ V. *infra* par. 3, nonché il *Report IOSCO, Supervisory Practices to Address Greenwashing*, Dicembre 2023, in <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf>.

²¹ Impostazione, ad esempio, suggerita dall’*Autorité des Marchés Financiers* in occasione delle sue *2022 Priorities for action*, consultabili in <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/annual-reports-and-institutional-publications/2022-priorities-autorite-des-marches-financiers>.

3. *Il Greenhushing: definizione e diffusione nel mercato finanziario*

Come premesso, il concetto di *greenhushing* sorge in antitesi a quello di *greenwashing* e si riferisce alla “deliberata omissione, nei confronti di clienti e *stakeholder*, di informazioni relative alle pratiche di sostenibilità adottate dall'azienda”²². In altri termini, il fenomeno del *greenhushing* identifica la strategia adottata da quelle imprese che, nella definizione delle proprie strategie comunicative in materia di *Corporate Social Responsibility* (CSR) decidano di astenersi dal dichiarare di investire in attività sostenibili con lo scopo di evitare i problemi derivanti dai relativi obblighi di informazione.

Risulta di immediata evidenza come, rispetto al *greenwashing*, un simile comportamento si presenti foriero di criticità specifiche per la tutela dell'investitore, tipicamente riconducibili alle condotte omissive. Dal punto di vista dell'investitore, infatti, la differenza tra il mancato svolgimento di attività di CSR e una strategia di *greenhushing* è, nella pratica, impercettibile. Costui si trova, nei fatti, di fronte a due scenari che si presentano analoghi *ab externo*: da un lato, si pone la “posizione apatica” delle aziende che non sono, effettivamente, impegnate in pratiche di sostenibilità; dall'altro, di contro, emerge la “posizione reticente” di quelle imprese che, pur impegnandosi attivamente in iniziative sostenibili, optano per non darne comunicazione al pubblico²³.

²² Una prima formalizzazione della definizione è rinvenibile in X. FONT, I. ELGAMMAL, I. LAMOND, *Greenhushing: the deliberate under communicating of sustainability practices by tourism businesses*, in *Journal of Sustainable Tourism*, 2016, 70, pur essendo il termine parte della letteratura economica sin dal 2008: cfr. C. MARTENS, *Greenhushing... Schhhhh*, consultabile su www.kommunikationsforum.dk. Il fenomeno era stato, peraltro, identificato anche con la locuzione “*reverse greenwashing*”: v. E. LANE, *Green Marketing Goes Negative: The Advent of Reverse Greenwashing*, in *European Journal of Risk and Regulation*, 2012, 3. Nella riflessione domestica, il tema è – pur incidentalmente – richiamato in A. GENOVESE, *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, giugno 2024; e in R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1, 6 ss.

²³ La distinzione si deve alla formulazione fornita in A. ETTINGER, S. GRABNER-KRÄUTER, S. OKAZAKI, R. TERLUTTER, *The Desirability of CSR Communication versus Greenhushing in the Hospitality Industry: The Customers' Perspective*, in *Journal of Travel Research*, 2021, 60, 3, 618–638. Sulle problematicità che ciò comporta già in termini di inquadramento della liceità del fenomeno, v. SFDR, senza

Tale ambiguità percettiva sottolinea la complessità insita nella trattazione del fenomeno, nonché le sue potenziali implicazioni sul piano della comunicazione e sul comportamento degli operatori del mercato. Tutto questo, specialmente in un contesto nel quale la crescente pressione esercitata dagli *stakeholder* e dalle istituzioni sembra, di contro, tendere verso la ricerca di imprese che mostrino (e comunichino) una spiccata consapevolezza ambientale e conducano le proprie attività secondo principi di responsabilità sociale, perseguendo il cd. successo sostenibile²⁴.

Sebbene, di primo acchito, potrebbe sembrare inverosimile che un operatore attivamente impegnato in strategie di *Corporate Social Responsibility* ometta di comunicarle al mercato, l'evidenza empirica mostra come tale comportamento sia riscontrabile con sempre maggiore frequenza da parte di imprese che, nell'ambito di un esercizio commerciale, raggiungano effettivamente i *target* di sostenibilità previsti in sede di pianificazione²⁵. Inoltre, nonostante le prime manifestazioni di strategie di *greenhushing* siano rinvenibili al di fuori del mercato finanziario, in anni recenti è stato possibile osservarne la crescente emersione altresì in tale contesto: analisi condotte sui registri e sui *report* documentali resi da parte dei grandi operatori del mercato finanziario hanno evidenziato una graduale riduzione di riferimenti a concetti quali l'*ESG Investing* o il *Climate Investing*, in favore di formule più generiche dal punto di vista della riferibilità alla sostenibilità – quali, ad esempio, la nozione (peraltro sovente utilizzata impropriamente) di “rischio di transizione”²⁶. Del pari, si osserva una crescita nel numero di soggetti – *in primis*, organismi d'investimento

chiarezza sugli investimenti sostenibili la categoria 9 diverrà vuota e la 8 inutile, in www.esgnews.it, 17 marzo 2023.

²⁴ Cfr. IBM, *Meet the 2020 consumers driving change Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, in <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>, 2020. Cfr. altresì D. STANZIONE, *Il “successo sostenibile” dell'impresa socialmente responsabile*, Universitas Studiorum, 2021; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, 1, 19 ss.

²⁵ *The New Phenomenon of Eco-Silence: Greenhushing*, in www.redinvention.sm, 2024, 3

²⁶ K. MCGACHEY, *Greenhushing on the rise as backlash against ESG grows: 'It's like an unhealthy marriage'*, in <https://www.fn london.com/articles/greenhushing-esg-fund-marketing-names-20240325>, 25 marzo 2024.

collettivo e fondi – che preferiscono evitare di utilizzare, nell’ambito della propria denominazione, acronimi quali “fondo ESG”, “fondo ad impatto” *et similia*²⁷, arrivando persino a rinunciare ad un acronimo utilizzato in precedenza²⁸.

Tutto ciò considerato non dovrebbe sorprendere che il *greenhushing* sia divenuto in tempi recenti oggetto di attenzione da parte di diversi gruppi di *stakeholder*, tanto da vedersi identificato come “problematico al pari del *greenwashing* per un corretto sviluppo del mercato finanziario”²⁹.

Se, tuttavia, a livello di prassi di mercato la tendenza a ridurre i riferimenti ai propri *sustainability commitment* da parte degli operatori sembra difficilmente confutabile – anche alla luce della linea operativa pubblicamente espressa dai vertici di rilevanti società di investimento³⁰ – più complesso (e financo controintuitivo alla luce della stabile centralità della sostenibilità nelle preferenze d’investimento *retail* e *sophisticated*³¹) si rivela comprendere i motivi alla base di tale scelta.

4. *Fondamenti operativi delle strategie di greenwashing nel mercato finanziario*

Come premesso, la scelta di non trasmettere informazioni circa le iniziative intraprese in materia di sostenibilità alla platea dei propri potenziali investitori appare *ictu oculi* difficilmente comprensibile.

²⁷ Sulla disciplina dei fondi ESG, si vedano *inter alia* D. ABATE, F. BONARDI, *Fondi di investimento: rischi di sostenibilità e disclosure nelle indicazioni di vigilanza ESMA*, in *Diritto Bancario, Attualità*, giugno 2022. In merito alla riduzione del numero di fondi “brandizzati” ESG, cfr. lo studio condotto da *Morning Star Direct*, richiamato in H. BIODI, N. PUCCI, *ESG Funds Bleed Less Money in Q2 2024*, in www.morningstar.com, 8 agosto 2024.

²⁸ Cfr., per l’anno 2023, N. PRATT, *Greenhushing impacting private markets’ ESG activity*, in www.funds-europe.com, 22 marzo 2024.

²⁹ J. BARRET, *Companies ‘greenhushing’ to avoid scrutiny of climate goals, Asic says*, in www.theguardian.com, 5 giugno 2023; cfr. Altresì EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Clarifying greenwashing to prevent greenhushing*, in www.ebf.eu, 26 aprile 2023.

³⁰ J. PITCHER, A. RAMKUMAR, *Step Aside, ESG. BlackRock Is Doing ‘Transition Investing’ Now*, in www.wallstreetjournal.com, 3 marzo 2024.

³¹ Cfr. D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, in *Quaderni di Finanza Sostenibile Consob*, novembre 2022.

Questo, anche considerando come sia pacifico che l'emergere dei fenomeni di *greenhushing* non possa derivare da una scarsa risposta di mercato rispetto ai prodotti finanziari sostenibili: gli studi sulle preferenze di investimento appaiono, allo stato, solidi nell'indicare un interesse marcato per i prodotti *ESG-oriented* da parte degli investitori *retail*³².

Tuttavia, un'analisi più approfondita delle dinamiche del mercato finanziario consente di individuare una pluralità di ragioni a sostegno di tale scelta, le quali possono ricondursi – di solito congiuntamente – al contesto competitivo ed istituzionale di riferimento: il *greenhushing* rappresenterebbe, in un certo senso, una risposta strutturale alla crescente attenzione da parte degli attori istituzionali e degli *stakeholders' group* nei confronti del *greenwashing*.

La proliferazione di casi di *greenwashing* nel mercato finanziario avrebbe, infatti, generato un clima di diffidenza generalizzata nei confronti dei *claim* di sostenibilità: si presume, in altri termini, che le imprese tendano, quale proprio *modus operandi*, a sovra-enfatizzare le loro pratiche sostenibili nelle comunicazioni al mercato e agli investitori (si noti incidentalmente come tale processo appare, in larga parte dovuto proprio alla marcata - e ragionevole – attenzione riservata dalle autorità di vigilanza al fenomeno³³).

La descritta situazione determinerebbe una sorta di paradosso comunicativo per il quale le imprese che scelgono di dichiarare apertamente i propri risultati in termini di sostenibilità sono anzitutto consapevoli di esporsi, nel fare ciò, ad un esame minuzioso da parte dei diversi *stakeholder*, tra i quali rientrano le autorità di vigilanza ma, al contempo, anche operatori quali le associazioni dei consumatori, le organizzazioni non governative e financo i mezzi di informazione riferibili alla stampa specialistica e generalista³⁴. La comunicazione

³² CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE, *The green consumer and a path to sustainability*, febbraio 2022.

³³ V. ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA36-287652198-2699, 4 giugno 2024, in www.esma.europa.eu.

³⁴ Indicativo, in questo senso, è il *report* elaborato dall'*European Banking Authority* EBA, *Greenwashing Monitoring And Supervision*, EBA/REP/2024/09, in www.eba.europa.eu, 2024, il quale evidenzia che "As a whole (all companies, sectors and regions), the total number of alleged cases of misleading communication on ESG

delle proprie caratteristiche di sostenibilità implica per l'impresa una condizione di sovra-esposizione la quale, a sua volta, comporta il rischio, in caso di mancata *compliance* con la disciplina di settore, di essere etichettati come *greenwasher*, con conseguenze pregiudizievoli in termini di riscontro sia economico, sia reputazionale.

Sebbene a ciò potrebbe obiettarsi, prosaicamente, che un'impresa che si limiti a comunicare le proprie attività senza mentire o alterare strategicamente le informazioni fornite non dovrebbe avere nulla da temere, una tale considerazione non terrebbe in adeguata considerazione la difficoltà (più volte osservata in dottrina e dagli operatori del mercato³⁵) di identificare nell'attuale quadro normativo in materia di informativa di sostenibilità al mercato – riconducibile principalmente al Regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, al Regolamento Tassonomia e alle relative discipline di dettaglio³⁶ nonché alla già menzionata CS3D – dei parametri oggettivi attraverso i quali organizzare le comunicazioni circa la natura ESG e l'impatto in termini di sostenibilità dei prodotti negoziati³⁷.

related topics reported by stakeholders continued to rise in 2023 – by 21.2% (2119 alleged cases in 2023 vs 1749 in 2022)". Cfr., in merito, altresì A. GAMPHER TAKACS, *Stakeholders to Supplement Agency Greenwashing Efforts*, www.bloomberglaw.com, 6 novembre 2023.

³⁵ I. MACNEIL, *ESG as a case-study in legal uncertainty*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2024, 39, 6, 406-409; P. SEELE, L., GATTI, *Greenwashing revisited: in search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies*, in *Business Strategy and the Environment*, 2015, 26, 2, 239-252.

³⁶ Rispettivamente, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, PE/87/2019/REV/1, GU L 317 del 9 dicembre 2019; e Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, PE/20/2020/INIT GU L 198 del 22 giugno 2020. Per una panoramica in merito alla disciplina delineata dai due Regolamenti, sia sufficiente su tutti un rinvio a S. GRÜNEWALD, G. FERRARINI, D. BUSCH (a cura di), *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, ed. 2024.

³⁷ *Inter alia* cfr. A. MALEVA-OTTO, J. WRIGHT, *New ESG Disclosure Obligations*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2020; T. ECKETT, *SFDR 'opens door' to greenwashing*, in www.efstream.com, 2021; M. OCH, *The EU Taxonomy Regulation and the prevention of greenwashing*, in K. ALEXANDER, M.

L'ampio (e spesso disarmonico) novero di interventi di *hard* e *soft law* in materia di sostenibilità caratterizzanti l'ultimo quinquennio, funzionale a promuovere un rapido processo di transizione del mercato finanziario verso i *Sustainable Development Goals*, ha infatti comportato il determinarsi di una condizione di mercato pluralismo di fonti operanti a diversi livelli; queste, tuttavia, non appaiono (ancora) coerenti nella loro struttura, ovvero dettagliate in modo da poter esercitare una funzione conformativa e prescrittiva³⁸.

Tra i temi emersi in dottrina, in tal senso, sia sufficiente rinviare alla pluralità di contributi che hanno messo in luce la presenza di definizioni non chiare e, talvolta, contraddittorie, nella normativa di settore (tanto da dover richiedere processi di revisione stretto giro rispetto alla loro approvazione)³⁹, ovvero l'assenza di un patrimonio di dati sufficientemente ampio e consolidato da permettere di identificare con certezza le soglie necessarie a qualificare una determinata attività come sostenibile⁴⁰.

Tutto questo tenendo in considerazione, in aggiunta, come la solidità dei *claim* di sostenibilità sconti evidenti difficoltà in termini di "futuribilità" degli stessi⁴¹.

Esito congiunto della presenza di un ampio riferimento alle tematiche ESG e alla sostenibilità quale criterio guida dell'attività imprenditoriale, di un ridotto livello di chiarezza delle norme che a tali principi fanno riferimento e, da ultimo, di un marcato rischio reputazionale connesso alla loro violazione, sarebbe una sorta di

GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024.

³⁸ M.C. REALE, *Comunicare l'impegno per l'ambiente: le nuove regole europee contro il greenwashing*, in *Sociologia del diritto*, 2024, 51, 1, 101 ss. Sulle criticità del rapporto tra *soft law* e *governance* del mercato bancario e finanziario si veda, già in precedenza, M. RABITTI, *Soft Law e Governance: i fallimenti del mercato e l'esperienza dell'arbitro bancario finanziario*, in M. NUZZO (a cura di), *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, vol. I, Torino, 2014, 623 – 645.

³⁹ Si fa riferimento, *in primis*, alla proposta di revisione della SFDR. Cfr. E. ROCCA, *Classificazione prodotti su categorie di sostenibilità*, in *IlSole24Ore – Norme&Tributi*, 26 giugno 2024, 175.

⁴⁰ P. PEARS, T. BAINES, O. WILLIAMS, *Greenwashing: Navigating the Risk*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 giugno 2023.

⁴¹ S. PENG, S. TAN, S. ZHOU, *Regulating Greenwashing*, in <https://ssrn.com/abstract=4733765>, 9 agosto 2024, 4.

chilling effect sugli operatori.

Di fronte all'incertezza circa la possibilità di qualificare chiaramente un proprio prodotto come *sustainable*, anche operatori virtuosi preferiscono non esporsi: essi forniscono dichiarazioni *minimal* al mercato (e, al più, si limitano a quanto strettamente richiesto dalle disposizioni imponenti vincoli di *reporting* o dalle normative basate sul *comply or explain*⁴²); ciò al fine di scongiurare il rischio di possibili valutazioni difformi ad opera delle autorità di supervisione o in sede di *litigation*, le quali avrebbero un significativo impatto sulle prospettive di profitto dell'impresa nel medio e lungo periodo⁴³. In tal modo, gli operatori prevengono i rischi reputazionali derivanti da comunicazioni circa attività asseritamente sostenibili e rivelatesi poi, ad avviso dell'autorità pubblica, infondate o non sufficientemente chiarite.

Un altro elemento – in parte connesso a quanto appena evidenziato – alla base della scelta di ricorrere a strategie di *greenhushing* si riscontrerebbe negli elevati costi che le imprese intenzionate a comunicare al mercato le proprie iniziative in materia di sostenibilità dovrebbero sostenere al fine di rendere i propri *claims* “oggettivamente verificabili e riconoscibili” per il mercato; ciò (proprio per tutelarsi avverso possibili rischi di *litigation*), ad esempio, affidandosi a *third parties certificate providers* in grado di asseverare i loro *ESG score*⁴⁴ o di svolgere – e certificare – il loro *sustainability reporting*⁴⁵. In questo senso, il costo relativo alla *compliance* necessaria per rendere l'informazione resa al mercato “oggettivamente verificabile” attraverso dei *certification-scheme* sarebbe talmente elevato da rendere

⁴² V. HO, *Comply or explain and the future of nonfinancial reporting*, in *Lewis & Clark L. Rev.*, 2017, 21, 317 ss. Evidenziano i limiti del *comply-or-explain approach* altresì G. BERGER-WALLISER, P. SHRIVASTAVA, *Beyond compliance: Sustainable development, business, and proactive law*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2014, 46, 417 ss.

⁴³ ESMA, *The financial impact of greenwashing controversies*, ESMA50-524821-3072, 19 dicembre 2023, in www.esma.europa.eu.

⁴⁴ Il costo di *compliance* rappresenta, in questo senso, un tema particolarmente critico, il quale è stato sollevato in generale in merito alle nuove normative sui *green claim*: cfr. O. BALCH, *BrandWatch: Consumers win with EU's Green Claims Directive, but marketers fear 'greenhush' fallout*, in <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policyregulation/>, 2024.

⁴⁵ F. PFLÜCKE, *The limits of consumer law in pursuing sustainability*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*. Edward Elgar Publishing, 2024, 302-319.

economicamente inefficiente un investimento in tal senso da parte dell'operatore.

Appare agevole osservare, alla luce di quanto evidenziato, come le ragioni alla base del *greenhushing* possano risultare differenti a seconda che si considerino gli incentivi per operatori di maggiori o minori dimensioni: per quanto riguarda i primi, il rischio di possibili *litigation* a causa dell'elevato scrutinio pubblico sulle loro azioni – e il conseguente impatto reputazione di un'eventuale giudizio in termini di *greenwashing* sul loro operato – sembra rappresentare il fattore principale per mitigare la propria comunicazione; tra gli operatori minori, invece, il costo di *compliance* con i vincoli in materia di comunicazione e *sustainable reporting* costituisce un elemento da tenere in primaria considerazione⁴⁶.

5. I rischi derivanti dalla diffusione del *greenhushing*

Nonostante la crescente consapevolezza circa la rilevanza del tema, una compiuta analisi delle implicazioni normative del *greenhushing* rappresenta allo stato un'ingombrante assenza all'interno del dibattito in materia di trasparenza e sostenibilità nel mercato finanziario. Questa lacuna può, intuitivamente, giustificarsi in considerazione delle oggettive difficoltà connesse alla mappatura di un fenomeno che, per sua natura, si caratterizza per un'azione “in negativo” – derivando da un comportamento omissivo da parte degli operatori.

Non a caso, gli studi finora condotti sul *greenhushing* si sono basati essenzialmente su indici indiretti, analizzando la condotta di quei soggetti che hanno espunto i riferimenti alla sostenibilità dalla denominazione dei propri prodotti, cercando di desumerne le motivazioni attraverso strategie di indagine qualitativa⁴⁷. Alla luce di ciò, ben può spiegarsi anche la maggiore attenzione dedicata dalle autorità di vigilanza a comportamenti “attivi” e più agevolmente rilevabili, quali il *greenwashing*.

Nondimeno, una riflessione sui rischi specifici connessi al *greenhushing* consente di mettere in luce le criticità del fenomeno,

⁴⁶ A. BOUNDS, *Companies count the cost of compliance with green regulation*, in www.financialtimes.com, 16 maggio 2024.

⁴⁷ K. MCGACHEY, *Greenhushing on the rise*, cit. 5.

nonché il suo potenziale (e significativo) impatto in termini di corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Se, infatti, si potrebbe in prima approssimazione pensare che il danno al mercato derivante dalla diffusione del *greenhushing* sia più labile rispetto a quello causato dal *greenwashing*, posto che il primo non si traduce in un pregiudizio diretto alla sostenibilità del mercato (la sostenibilità del prodotto ovvero dell'attività è, infatti, presente ed intatta, pur non venendo tale caratteristica comunicata agli investitori), ciò non implica che l'impatto sistemico di una diffusione di tale strategia sia meno rilevante, o che essa non comporti conseguenze in termini di consapevolezza nelle scelte di investimento.

Innanzitutto, le strategie di *greenhushing* impediscono ad un potenziale investitore di identificare e valorizzare adeguatamente all'interno dei propri processi di scelta i prodotti che presentano caratteristiche di sostenibilità, manifestando le proprie preferenze: l'assenza di una chiara indicazione circa la natura ESG di un prodotto determina, infatti, quale sua necessaria conseguenza il fatto che l'investitore si concentrerà, nella propria scelta d'investimento, su altre caratteristiche dei prodotti a sua disposizione, o ne prediligerà altri. Ciò potrebbe portare, in ipotesi, l'investitore a preferire prodotti *brown* caratterizzati da un migliore (o anche dal medesimo) rapporto rischio/rendimento – posto che, *prima facie*, entrambi apparirebbero non *ESG-oriented*.

Del pari, non può escludersi che un investitore interessato a promuovere processi sostenibili nell'ambito della propria attività di investimento si trovi – alla luce della mancata informazione fornitagli – a preferire un diverso prodotto, pure *dark* o *light green*, che abbia un apporto in termini di rendimento/sostenibilità peggiore di quello *greenhushed*.

In questo senso è evidente che il *greenhushing*, come qualsiasi strategia che riduca l'informazione al mercato, ha un impatto in termini di efficienza allocativa dei prodotti all'interno dello stesso, incidendo sulla piena e consapevole scelta dell'investitore.

A ciò si ricollega un ulteriore aspetto problematico, concernente il potenziale danno arrecato dal *greenhushing* al mercato nel suo complesso in termini di *competition on the merits* e di processo di transizione.

Il *greenhushing* infatti risulta – al pari del *greenwashing* – idoneo ad

alterare il panorama competitivo nell’offerta di prodotti finanziari, sia con riferimento alla posizione che l’impresa *greenhusher* assume rispetto ad altri operatori che comunicano apertamente le proprie caratteristiche di sostenibilità sia (persino) rispetto a quelle imprese che si trovino a praticare strategie di *greenwashing*, senza tuttavia essere scoperte e sanzionate⁴⁸.

Si noti, ancora una volta, come nonostante tale esito possa apparire “antieconomico” (implicando la mancata comunicazione un sostanziale vantaggio competitivo per i concorrenti del *greenhusher*), una simile strategia potrebbe nondimeno risultare conveniente per un operatore; ciò alla luce, ad esempio, del rapporto esistente tra la perdita attesa in termini di collocamento del prodotto ed i costi connessi all’asseveramento delle proprie attività in materia *ESG* ad opera di un soggetto terzo, ovvero in relazione alla necessità di prevenire le possibili (e difficilmente prevedibili) spese relative ad una potenziale *climate litigation*.

Risulta evidente, tuttavia, come analizzare tale strategia di mercato, apparentemente inefficiente, esclusivamente nell’ottica di un problema di natura concorrenziale non costituisca una soluzione soddisfacente: nelle ipotesi richiamate (ma, più in generale, ogniqualvolta si assista ad una strategia di *greenhushing*) non ci si trova di fronte ad una mera inefficienza organizzativa, bensì ad un vero e proprio *concealing* strategico. Limitarsi a questa prospettiva ometterebbe dunque di considerare che una dinamica genuinamente concorrenziale all’interno di un mercato – e, dunque, la *competition on the merits* – non rappresenta solo una condizione di profittabilità per gli operatori all’interno dello stesso, ma altresì un requisito strutturale per il benessere generale della collettività e – in particolare nel caso del mercato finanziario – per lo sviluppo economico e sociale.

Un diverso – ma parimenti significativo – rischio connesso al *greenhushing* è rappresentato poi dagli effetti di tale strategia in termini di progressiva marginalizzazione degli attori della società civile (e, più in generale, degli attori diversi dalle autorità di supervisione) impegnati nella valutazione delle politiche imprenditoriali di sostenibilità: il *greenhushing*, rendendo l’informazione di sostenibilità indisponibile al

⁴⁸ S. ALIKHAN, *Greenhushing: How will it impact sustainability efforts in financial services?*, in www.finextra.com, 13 maggio 2024.

mercato, riduce la capacità di monitoraggio da parte di esponenti della società civile e delle organizzazioni non governative, che attualmente rappresentano i soggetti più attivi nel controllo delle pratiche di sostenibilità e i quali rivestono notoriamente un ruolo centrale nello sviluppo dei processi di *co-governance* tipici della *stakeholders' theory*⁴⁹. In assenza di una percezione chiara circa le attività sostenibili portate avanti dalle imprese, diventa infatti più complesso per questi gruppi intraprendere azioni di contrasto e sensibilizzazione. Ne deriva che, in presenza strategie di *greenhushing*, il controllo sulle attività di un'impresa ovvero in merito alle caratteristiche dei prodotti negoziati nei mercati regolati verrà demandato esclusivamente alle autorità di vigilanza, con conseguente riduzione della capacità del sistema di promuovere il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità.

6. (segue) *L'espansione della climate change litigation, e il suo impatto sulla promozione delle attività sostenibili ad opera delle imprese*

Il fenomeno del *greenhushing* non può essere pienamente compreso senza considerare la centralità assunta, in un contesto più ampio, dalla *litigation* in materia di sostenibilità: in anni recenti, casi di “dichiarazioni fuorvianti” circa i prodotti ESG ad opera di attori operanti nel mercato finanziario⁵⁰ hanno contribuito a creare un clima di generale cautela tra gli investitori maggiormente attenti alla sostenibilità dei prodotti negoziati nei confronti delle proprie controparti; tale diffidenza, inoltre, si è tradotta in un maggiore attivismo giudiziale, nonché nello sviluppo di veicoli di gestione collettiva del contenzioso climatico, quali i modelli di *litigation*

⁴⁹ P. CÂMARA, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, in P. CÂMARA, F. MORAIS (a cura di), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Palgrave Macmillan, 2022, 3-40,

⁵⁰ Cfr. B. WEBSTER, *ExxonMobil accused of 'greenwashing' over carbon capture plan it failed to invest in*, in www.theguardian.com, 31 marzo 2024; altresì M. ADAMS, *High Court decision on \$125 million fine for Volkswagen is a warning to all greenwashers*, in www.theconversation.com, 12 novembre 2021; con riferimento al settore finanziario, US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Deutsche Bank Subsidiary DWS to Pay \$25 Million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements Regarding ESG Investments – Press Release*, 2023-194, in <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-194>, 25 settembre 2023.

*funding*⁵¹. Per comprendere l'entità e il tasso di crescita della *climate change litigation* sia sufficiente evidenziare come, dei circa 2.600 casi di controversie in materia climatica riscontrati a livello globale dai primi anni 2000 (di cui circa il 1800 a partire dal 2015 – anno in cui è stato adottato l'Accordo di Parigi) il 9% sia stato presentato nel solo anno 2023; inoltre, più del 70% di questi casi vedono la partecipazione in qualità di soggetti promotori di ONG, rappresentanti della società civile, ovvero combinazioni di questi ed altri attori⁵².

Questi dati evidenziano una netta tendenza in aumento del contenzioso legato alle dichiarazioni in materia di sostenibilità, della quale certamente le imprese debbono tener conto nel momento in cui decidano o meno di rilasciare dichiarazioni promozionali⁵³, nonché l'acquisizione di un ruolo che potremmo definire di “quasi-vigilanza” da parte degli esponenti della società civile.

È importante sottolineare, inoltre, che la *ESG litigation* in questo ambito può assumere diverse forme: analizzando i casi dell'ultimo quinquennio si spazia, ad esempio, dalle azioni intraprese da investitori che lamentano perdite finanziarie dovute a rappresentazioni fuorvianti sulle caratteristiche ESG dei prodotti⁵⁴ (e, dunque, collocandosi nel perimetro della valutazione circa l'adeguato esercizio delle funzioni di direzione da parte dei vertici) a quelle intentate da organizzazioni ambientaliste che contestano la veridicità delle affermazioni aziendali in materia di sostenibilità evidenziandone l'impatto su diversi gruppi di *stakeholders*, in opposizione ed indipendentemente dal conseguimento di un profitto da parte degli investitori. Come premesso, una parte

⁵¹ Cfr. N. RUNYON, *How litigation funding drives progress in the ESG agenda*, in www.thomsonreuters.com, 29 giugno 2023; cfr. altresì J. SETZER, C. HIGHAM, A. JACKSON, J. SOLANA, *Climate Change Litigation and Central Banks*, in *European Central Bank Legal Working Paper Series*, 2021, 21.

⁵² J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in www.lse.ac.uk, giugno 2024.

⁵³ Cfr. L. KOTZÉ, B. MAYER, H. VAN ASSELT, J. SETZER, F. BIERMANN, N. CELIS, et al., *Courts, climate litigation and the evolution of earth system law*, in *Global Policy*, 2024, 15, 5–22.

⁵⁴ V. la sentenza della Corte federale di giustizia tedesca del 27 giugno 2024 - cd. *Katjes*, BGH I ZR 98/23. In merito cfr. B. GSELL, S. MEYER, *How to Combat 'Greenwashing' – Comment on the decision of the German Federal Court of Justice of June 27, 2024 – BGH I ZR 98/23 on misleading advertisement of climate neutrality*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2025, 1, 27 ss.

considerevole di questo contenzioso coinvolge istituzioni bancarie e finanziarie, riflettendo da un lato il ruolo centrale che queste svolgono nella transizione verso un'economia sostenibile e, al contempo, la grande attenzione nei confronti di questi soggetti da parte della comunità⁵⁵.

In questo contesto non sorprende dunque che il *greenhushing* possa emergere come risposta difensiva da parte delle imprese, disposte a limitare la propria comunicazione in materia di sostenibilità per ridurre l'esposizione a potenziali contenziosi. La suddetta strategia, pur comprensibile dal punto di vista della gestione del rischio legale, rischia tuttavia di compromettere il raggiungimento degli obiettivi di trasparenza e di promozione degli investimenti sostenibili.

In questo senso, le strategie di *greenhushing* – sottraendo allo scrutinio pubblico la valutazione delle politiche di sostenibilità di un'impresa – si prestano poi ad avere un effetto di complessiva riduzione dello *stakeholders engagement*, rafforzando la tendenza – da parte degli organi deputati alla *governance* – a privilegiare lo *shareholderism* nell'attività societaria; in tal modo, il *greenhushing* ostacola quella rilettura in ottica neo-istituzionalista della gestione imprenditoriale e dell'obiettivo sociale dell'impresa la quale rappresenta, come sovente evidenziato in dottrina⁵⁶, un aspetto strutturalmente connesso al raggiungimento di modelli di *governance sostenibile*.

È fondamentale considerare, da ultimo, che l'utilizzo di *claim* ESG – e, più in generale, la comunicazione in materia di sostenibilità, altresì

⁵⁵ J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation*, cit., 19-20.

⁵⁶ V. P. MONTALENTI, *Impresa e sostenibilità - Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2024, 5, 1195 ss.; cfr. altresì R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di) *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021, 69 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, I, 1 ss. Critico in merito E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, 2022, 1.

in sede di *due diligence* – non rappresenta solo una strategia di *marketing*, costituendo un “segnale” anche per le autorità di vigilanza: la scelta di qualificare un prodotto come *green* o sostenibile opera quale presupposto per l’attivazione di una serie di vincoli normativi che, in un contesto di crescente attenzione normativa e istituzionale, favoriscono controlli più approfonditi e frequenti.

Ciò ha un duplice effetto: da un lato, permette di identificare e verificare con maggiore l’efficacia la qualità della *performance* dell’operatore in termini di sostenibilità⁵⁷; dall’altro, consente all’operatore pubblico di acquisire informazioni circa le *best practice* e gli *standard* di sostenibilità rinvenibili in un determinato settore, o con riferimento a determinati prodotti. Tale funzione è, invero, essenziale in un settore in via di definizione come quello della finanza sostenibile, in quanto consente di acquisire dati funzionali ad un ottimale sviluppo della normativa e delle conseguenti prassi di vigilanza⁵⁸.

7. L’impatto delle strategie di greenhushing sullo sviluppo del quadro normativo in materia di finanza sostenibile e sulla tutela dell’investitore

Come sottolineato, rispetto al già attenzionato caso del *greenwashing* il danno cagionato dal *greenhushing* si presenta più sottile e meno immediatamente percepibile; questo, tuttavia, non rende tale strategia meno significativa nella prospettiva della creazione di un quadro normativo in materia di finanza sostenibile utile a garantire un elevato livello di tutela degli investitori.

In aggiunta a quanto finora evidenziato, si noti come il *greenhushing* giochi un ruolo determinante sul delicato confine esistente tra disciplina positiva (*de lege lata*, e *ferenda*) e *industry best practices*, nonché sul processo di “mutuo arricchimento” tra le due – alterandone significativamente i termini di bilanciamento; un’interazione che, notoriamente, è identificata come essenziale nei settori di frontiera

⁵⁷ V. ESMA, *Final Report on Greenwashing*, cit., e documenti ivi citati.

⁵⁸ Cfr. D. ZETZSCHE, M. UNTERSTELL, R. BUCKLEY, D. ARNER, *Datafication of Sustainable Finance*, in *UNSW Law Research Paper*, 2024, 24-19. V. inoltre, *infra*, par. 7.

come quello della finanza sostenibile⁵⁹.

Se gli operatori di mercato optano per strategie di *concealment*, il legislatore si troverà privato di informazioni cruciali per tarare adeguatamente i propri *benchmark* normativi (quali, ad esempio, i *Regulatory Technical Standard* e i *Technical Screening Criteria* essenziali per l'applicazione del Regolamento Tassonomia e della *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) per le comunicazioni da rendere al mercato ovvero, *de relato*, per determinare il contenuto degli obblighi informativi in materia di sostenibilità incombenti sugli intermediari – i quali, come noto, risultano altresì essenziali al fine di valutarne l'adeguata diligenza professionale⁶⁰. Il rischio concreto, in un contesto nel quale il legislatore è strutturalmente relegato ad una posizione di *information-taker* come quello della finanza sostenibile⁶¹, è quello di innescare una “corsa al ribasso” nella definizione degli *standard* di sostenibilità, frutto di una comunicazione viziata dal silenzio degli operatori virtuosi, con conseguenze pregiudizievoli per

⁵⁹ V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation: Sustainable Finance as a New EU Policy Objective*, in *Common Market Law Review*, 2022, 6, 59, 1669-1710;

G. FERRARINI, *Sustainable Governance and Corporate Due Diligence: The Shifting Balance Between Soft Law and Hard Law*, in P. Câmara, F. Morais, F. (a cura di) *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Palgrave Macmillan, 2022, 41-57; M. BODELLINI, *Tra principi generali e standards internazionali di soft law: la disciplina europea sulla finanza sostenibile e l'inizio di una nuova stagione per il 'Brussels effect'?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2023, 3, 338; F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 1, pp: 315-326; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss. In prospettiva più ampia, sul tema, si veda D. SICLARI, *Evoluzioni della funzione di vigilanza sui mercati finanziari: controllo da parte di organismi di diritto privato e potere sanzionatorio*, *ibidem*, 95 ss.; nonché, per una panoramica sul ruolo degli interventi di *soft law* nel diritto dei mercati finanziari, già M. PELLEGRINI, *Autoregolazione e controllo*, in ID. (a cura di), *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2012.

⁶⁰ Il tema è, naturalmente, oggetto di ampia indagine in dottrina. Per tutti, v. recentemente M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Padova, 2024, 647-692 e riferimenti *ivi* presenti.

⁶¹ Cfr. H. AHLSTRÖM, D. MONCIARDINI, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, in *J Bus Ethics*, 2022, 177, 193–212.

l'intero sistema.

Inoltre, sebbene non si possa parlare di un danno diretto nei confronti dell'investitore paragonabile a quello derivante da una proposta mendace tipica del *greenwashing*, è evidente come il *greenhushing* si presti comunque ad incidere significativamente sul processo di scelta di quest'ultimo: in presenza di un interesse verso prodotti sostenibili - sempre più diffuso tra gli investitori *retail* e istituzionali - la mancata conoscenza ovvero informazione circa l'esistenza di alternative *green* è, intuitivamente, idonea a compromettere la possibilità da parte di questi ultimi di effettuare scelte pienamente informate e coerenti con le proprie preferenze.

Nella medesima prospettiva, il *greenhushing* manifesta i propri effetti negativi anche sul piano dell'educazione finanziaria: la mancata o ridotta comunicazione delle caratteristiche ESG dei prodotti finanziari riduce la consapevolezza generale circa la rilevanza dello sviluppo sostenibile ed ostacola la capacità del mercato finanziario di creare effetti di rete positivi sia al proprio interno, sia sui mercati a valle sui quali si esercita la sua leva; si tratta di un aspetto particolarmente rilevante considerando il ruolo cruciale che l'alfabetizzazione finanziaria in materia di sostenibilità riveste nel processo di transizione ecologica⁶².

Il concorrere di questi aspetti rischia, in ultima analisi, di minare la capacità del mercato finanziario di evolvere verso un sistema improntato alla sostenibilità: se (parte de)i prodotti *green* presenti sul mercato non sono promossi come tali, è ragionevole ipotizzare che un minor numero di essi verrà collocato efficacemente presso gli investitori. Inoltre, se i *benchmark* di sostenibilità si attestano su indici più bassi a causa della mancanza di informazioni, nel lungo periodo si assisterà a una riduzione del numero di prodotti sostenibili immessi sul mercato o, comunque, ad un disallineamento tra le potenzialità dell'industria e quanto normativamente richiesto.

⁶² M. DE POLI, *L'educazione finanziaria nella prestazione dei servizi di investimento*, in P. MORO, M. POMINI (a cura di), *Etica ed educazione finanziaria*, Milano, 2023; A. LANZAVECCHIA, L. SERAFIN, *Educazione finanziaria e sostenibilità*, *ibidem*; C. MAZZOLI, *Aspetti comportamentali nelle decisioni economiche-finanziarie e nelle scelte per la finanza sostenibile*, Bologna, 2023; M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1253 ss.

Il *greenhushing* ostacola la costruzione di un sistema basato su informazioni chiare e la conseguente formazione di una diffusa consapevolezza sulla qualità dei prodotti finanziari sostenibili negoziati. Ciò compromette la trasparenza del mercato, fondamentale per il suo corretto funzionamento e per la tutela degli investitori, sia in prospettiva di preservazione dei processi di scelta individuale, sia con riferimento ai processi di definizione delle politiche istituzionali.

Esito di tutto ciò è la possibilità di prospettare un potenziale fallimento di mercato in termini di corrispondenza tra l'interesse delle imprese a ridurre la propria esposizione a contenziosi e costi operativi, e quello dei soggetti orientati verso scelte d'investimento sostenibile.

Per ipotesi, paradossalmente, una marcata diffusione delle strategie di *greenhushing* potrebbe portare a una situazione in cui, nonostante la crescente richiesta di prodotti finanziari sostenibili e la loro effettiva presenza sul mercato, la capacità di incontro tra domanda e offerta risulti artificialmente limitata.

In prospettiva è importante osservare come – alla luce delle principali ragioni identificate alla base delle condotte di *greenhushing* – una simile tendenza sia suscettibile di esacerbarsi (piuttosto che ridursi) ulteriormente alla luce del progressivo arricchimento dei requisiti normativi in materia di sostenibilità nel settore bancario e finanziario (ma non solo⁶³) e dell'affastellarsi di interventi di periodica revisione dei *corpora vigenti*⁶⁴.

Nella proliferazione delle iniziative normative in materia di *sustainable finance* si intravede, dunque, un effetto deterrente (o – utilizzando un termine volto a contrapporlo al concetto di *nudge*

⁶³ A titolo esemplificativo, si consideri la proposta di Direttiva UE 2024/825 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024 che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione, GU L, 2024/825. Per un commento alla disciplina, v. J. LUZAK, *Proposal for Green Claims Directive*, in *Recent developments in European Consumer Law*, 14 aprile 2023; altresì D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 601 ss.

⁶⁴ Cfr. *Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* del 18 giugno 2024, JC 2024, 06; nonché EBA, *Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks*, 8 gennaio 2025, EBA/GL/2025/01.

tipicamente riconosciuto alle politiche di sostenibilità – di *sludge*⁶⁵) nei confronti della promozione delle iniziative di sostenibilità.

Il rischio è, in ultima analisi, che l'eccessiva complessità degli obblighi informativi, unitamente al timore di incorrere in sanzioni (economiche e reputazionali) per inadempimenti formali e ai costi connessi ad assicurare una *compliance* della disciplina vigente, scoraggino gli operatori dal comunicare le proprie iniziative di sostenibilità al mercato.

8. *Riflessioni su possibili strategie di policy alla luce della normativa vigente*

L'analisi condotta ha evidenziato come lo sviluppo di un sistema efficace nel contrastare il *greenhushing* rappresenti una sfida complessa per il corretto funzionamento del mercato finanziario, alla luce delle peculiarità e dei particolari rischi connessi al fenomeno.

Le strategie di occultamento delle informazioni relative alla sostenibilità nei confronti del mercato, pur apparentemente meno dannose rispetto a quelle basate su comunicazioni “attive” fuorvianti (*id est*, il *greenwashing*) rischiano di compromettere i processi di efficace allocazione dei prodotti finanziari e di ostacolare il processo di transizione del settore verso un'economia più sostenibile.

Giova, a questo punto, interrogarsi brevemente sulle strategie utilizzabili al fine di contrastare tale pratica.

A questo scopo (e considerando le peculiarità e le ragioni alla base della scelta di non comunicare le caratteristiche di sostenibilità dei propri prodotti) un'indagine condotta alla luce dell'analisi economica del diritto suggerisce anzitutto che un operatore sarà incentivato a comunicare le proprie iniziative di sostenibilità – ovvero a promuovere come sostenibili i prodotti e i servizi offerti – ogniqualvolta i benefici attesi da tale comportamento superino i rischi e i costi potenziali relativi a tale opzione strategica.

⁶⁵ Con riferimento al rapporto tra *nudge*, *sludge* e sostenibilità cfr. S. VERNILE, *L'ambiente come “opportunità”. Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del “secondo” e del “quarto settore” tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 2022, 3. In generale sul tema C. SUNSTEIN, *Sludge. What Stops Us from Getting Things Done and What to Do about It*, MIT Press. 2021.

È possibile, sulla base di questa intuitiva considerazione, formalizzare la strategia imprenditoriale come di seguito riportato.

Nel valutare se comunicare o meno le proprie iniziative di sostenibilità (e, eventualmente, con quale grado di dettaglio farlo) un operatore considererà, da un lato, il potenziale profitto derivante dall'attrazione di nuovi investitori interessati a prodotti sostenibili; dall'altro, egli dovrà tener conto di una serie di costi, fissi e variabili. I primi faranno principalmente riferimento alle spese necessarie per far asseverare le proprie dichiarazioni da soggetti imparziali, che possano certificarne la veridicità (ad esempio, le agenzie di *ESG rating*), e saranno tanto più elevanti quanto più saranno stringenti i vincoli derivanti dalla normativa di settore; i costi variabili, invece, deriveranno dal rischio di incorrere in sanzioni qualora le dichiarazioni rese al mercato siano considerate *greenwashing*, dalla probabilità che tali sanzioni siano effettivamente comminate (elemento direttamente connesso alla chiarezza delle disposizioni in materia di vincoli di informazione e *due diligence*) e dai danni reputazionali potenzialmente derivanti da controversie legate alle affermazioni sulla sostenibilità dei propri prodotti e servizi.

Da ciò deriva che un operatore comunicherà apertamente le proprie attività sostenibili (innescando, tra l'altro, una competizione virtuosa all'interno del mercato e promuovendo processi di scelta consapevole presso gli investitori) solo qualora ritenga che i benefici potenziali in termini di riscontro presso il mercato superino la somma dei suddetti costi e rischi.

Tutto questo porta, di conseguenza, ad interrogarsi sull'opportunità di un approccio *market-oriented* alla disciplina della comunicazione resa nei confronti degli investitori, il quale non si limiti ad identificare il contenuto degli obblighi di informazione nella prospettiva del soggetto ricevente, ma che possa incidere positivamente sul valore complessivo degli elementi in gioco per il professionista.

Al contempo, è fondamentale tenere in costante considerazione la distinzione tra le finalità perseguite dalle informazioni fornite per scopi primariamente riconducibili alla vigilanza (supervisione e *reporting*) e quella delle comunicazioni destinate al pubblico o alla clientela (scelta consapevole dell'investitore e *marketing*); posto che, come già

evidenziato in dottrina⁶⁶, queste categorie di informazioni rispondono a esigenze diverse, esse devono presentare un livello di dettaglio adeguato al proprio destinatario⁶⁷, coerentemente con le specificità del contesto comunicativo considerato.

In questo senso, – e guardando ad esempio alla struttura delineata dal già menzionato Regolamento sull’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari – si potrebbe ripensare l’attuale disciplina dell’informazione “multicanale” generalista così come attualmente delineata dagli articoli 7, 8, 10, 11 e 13 del Regolamento 2019/2088, riconsiderando il livello di dettaglio richiesto ad alcuni tipi di comunicazione che, per loro natura, dovrebbero avere un carattere di maggiore genericità (ad esempio le informazioni disponibili sui siti *web* dei partecipanti ai mercati finanziari⁶⁸); ciò in favore, di contro, di meccanismi che garantiscano la disponibilità di un più elevato grado di specificità “su richiesta”: ad esempio, si potrebbe ipotizzare l’accoglimento di soluzioni che attribuiscono all’investitore un vero proprio “diritto di accesso” circa le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti presenti nel proprio portafogli d’investimento. Tutto questo al fine di garantire agli operatori una più agevole gestione dei costi connessi alla comunicazione generalista circa le caratteristiche di sostenibilità dei propri prodotti (nonché, incidentalmente semplificando l’informativa nei confronti dell’investitore – e scongiurando fenomeni di *overload*⁶⁹).

⁶⁶ A. GENOVESE, *La comunicazione d’impresa*, cit., 5; cfr. altresì M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l’azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.* 2012, 3, 331 ss.

⁶⁷ Ampiamente in tema M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L’ordinamento finanziario italiano*, 2010, Padova, 808 ss.; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 587; L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015. Con riferimento alla comunicazione in materia di sostenibilità, v. ESMA, *Final Report Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, ESMA32-992851010-1600, in www.esma.europa.eu, 5 luglio 2024.

⁶⁸ V. art. 10 reg. 2019/2088.

⁶⁹ V. in tema, V.H. HO, *Disclosure Overload? Lessons for risk disclosure & ESG reporting reform from the regulation S-K- concept release*, 2020, in *Villanova Law Review*, 65-133; D. BEERBAUM, J. PUASCHUNDER, *A behavioral economics approach*

Sembra, poi, opportuno, che a tale processo di semplificazione si accompagni una precisa opzione normativa volta ad identificare l'illiceità delle strategie di *greenhushing*. Il legislatore comunitario, del resto, non è nuovo alle criticità connesse alla volontà, da parte dei professionisti, di tenere le proprie controparti ignare di aspetti significativi dei prodotti oggetto di negoziazione: si pensi all'articolo 7 della Direttiva 2005/29/CE dell'11 maggio 2005 relativa alle *pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori*) il quale, nel disciplinare il fenomeno delle pratiche ingannevoli di tipo omissivo, sancisce l'illiceità di tutte quelle ipotesi nelle quali il professionista ometta di fornire informazioni rilevanti di cui il consumatore medio avrebbe bisogno – considerando le specificità del contesto d'acquisto - per compiere una scelta consapevole, inducendo (o potendo potenzialmente indurre) quest'ultimo ad assumere una decisione che non avrebbe altrimenti preso⁷⁰.

In tal senso, due sono gli aspetti rilevanti da tenere in considerazione. Il primo è il fatto che la disposizione *de qua* non distingue tra informazioni “positive” o “negative” in merito al prodotto: non rileva, in altri termini, che l'informazione omessa abbia ad oggetto pregi ovvero difetti del prodotto che il soggetto decide di acquistare, ma esclusivamente la sua idoneità potenziale ad incidere sulla scelta d'acquisto. Tale caratteristica si presta a disciplinare le ipotesi di *greenhushing*, andando a superare le già menzionate incertezze circa l'opportunità di punire un comportamento che non comporti un danno immediato e diretto per il consumatore.

In secondo luogo, il riferimento al fatto che le informazioni rilevanti debbano essere identificate guardando “alle specificità del contesto di

to sustainability reporting, in www.ssrn.com, 2019. Si consenta altresì un riferimento a A. DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori*, in *Contratto e Impresa*, 2017, 2, in part. 652 ss.

⁷⁰ In materia di pratiche sleali omissive cfr. *ex multis* E. MINERVINI, L. ROSSI CARLEO (a cura di), *Le pratiche commerciali sleali. Direttiva comunitaria ed ordinamento italiano*, Milano, 2007; G. HOWELLS, H.-W. MICKLITZ, T. WILHELMSSON, *European Fair Trading Law. The Unfair Commercial Practices Directive*, Routledge, 2016; S. WEATHERILL, U. BERNITZ (a cura di), *The Regulation of Unfair Commercial Practices under EC Directive 2005/29*, Hart, 2007. Si noti, inoltre, come l'art. 7 comma 2 preveda il medesimo trattamento qualora le informazioni, pur fornite, siano presentate in modo oscuro, incomprensibile, ambiguo ovvero intempestivo.

acquisto” consentirebbe di tracciare un parallelo significativo tra il comportamento di un soggetto che attui una strategia di *greenhushing* e le indicazioni espresse dalle proprie controparti in fasi preliminari del processo di investimento – quali, ad esempio, le preferenze manifestate in occasione della compilazione del questionario MiFID⁷¹ - suscettibili di operare quali elementi di contesto utili per valutare il comportamento (ed eventualmente accertare la responsabilità) del professionista.

Il combinarsi di questi elementi rende, in ultima analisi, la disciplina in materia di omissioni ingannevoli (ovvero, in ipotesi, lo sviluppo di una normativa di analogo tenore per il settore finanziario, magari sfruttando l’intercorrente processo di revisione della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*) uno strumento particolarmente adatto ad applicarsi alle mancate comunicazioni in materia di sostenibilità: analogamente a quanto previsto nel settore del diritto dei consumi, infatti, si potrebbe considerare illecita la mancata comunicazione circa le caratteristiche di sostenibilità di un prodotto finanziario ogniqualvolta una specifica informazione omessa risulti idonea ad alterare il comportamento del consumatore (*rectius*, dell’investitore) medio⁷².

Dal punto di vista formale, una siffatta soluzione appare, anzitutto, prospettabile sulla base dell’apertura che l’articolo 13 comma 1 del Regolamento 2019/2088 opera ad altre disposizioni operanti in funzione integrativa⁷³, nonché alla luce della pacifica applicabilità della

⁷¹ Si veda, in merito, M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2023, 1, 63 ss.; S. DIGREGORIO, F. GABBRICCI, *Il consumatore sostenibile e il contrasto al greenwashing*, in M. RABITTI, F. BASSAN (a cura di), *Il consumatore: responsabile, attivo, partecipativo*, Roma TrE-Press, 2024, 43; M. RISPOLI FARINA, *La sostenibilità nei servizi di investimento*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2024, 3; D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento*, in www.dirittobancario.it

⁷² Cfr. F. PALAZZINI, “Greenwashing” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale, in *Rivista giuridica dell’ambiente*, 2021, 4; D. GUARNERI, *Pratiche commerciali sleali e dichiarazioni ambientali: la sottile linea verde tra pratiche ecologiche virtuose e greenwashing*, in E. RAFFAELLI (a cura di), *XV Conferenza. Antitrust fra diritto nazionale e diritto dell’Unione europea*, Bruylant, 2023, 401 ss.

⁷³ Per vero, potrebbe altresì ritenersi che il disposto di cui all’art. 13, facendo riferimento alla “disciplina di settore più stringente” – e richiamando alle Direttive 2009/65/CE, 2014/65/UE 2016/97/UE e al Regolamento n. 1286/2014 – dovrebbe

Direttiva sulle pratiche commerciali sleali al settore dei servizi finanziari, così come previsto dal *Considerando* 8 della medesima (si noti, incidentalmente, come la stessa ESMA abbia – non a caso – identificato recentemente la Direttiva 2005/29 tra i principali plessi normativi di riferimento ai fini del contrasto al *greenwashing*⁷⁴). Si tratta, da ultimo, di una scelta che potrebbe risultare particolarmente opportuna alla luce del rapido processo di sviluppo che sta investendo la disciplina delle pratiche sleali in materia di sostenibilità, recentemente arricchitasi anche in seguito all’approvazione della cd. Direttiva *Green Claims*⁷⁵.

In una prospettiva sostanziale, inoltre, introdurre la possibilità di valutare le condotte di *greenhushing* alla stregua di omissioni ingannevoli consentirebbe un vaglio specifico della rilevanza dell’informazione omessa in termini di incidenza sul comportamento economico dell’investitore: in questo modo, sarebbe dunque possibile operare una valutazione attenta alle esigenze dell’investitore caso concreto, riducendo il rischio relativo a fenomeni di sovra-deterrenza che potrebbero determinarsi qualora si ricorresse, di contro, a formulazioni “*boilerplate*” volti a punire genericamente qualsiasi omissione di informazioni in materia di sostenibilità, indipendentemente dall’impatto (effettivo o potenziale) di questa sul processo di investimento.

aprire esclusivamente all’applicazione di normative in materia di contratti del mercato finanziario. Tale interpretazione, tuttavia, pare infrangersi contro la pluralità di disposizioni presenti nel Codice del Consumo le quali, nei fatti, già disciplinano aspetti relativi ai contratti di investimento, inducendo ad accogliere un’interpretazione estensiva della nozione di “disciplina di settore” come riferibile a tutte quelle ipotesi nelle quali le norme di interesse siano applicabili all’interazione tra professionista e investitore. Con riferimento ad alcune ipotesi di integrazione – da parte del Codice del Consumo – di disposizioni del Testo Unico (quali quelle in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori) v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Bologna, 2023 (XII ed.); R. TORINO, *I contratti finanziari conclusi mediante l’internet*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, ed in particolare in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino 2004.

⁷⁴ ESMA, *Final Report on Greenwashing*, Allegato 2, “*Legal provisions relevant to the supervision of greenwashing*”.

⁷⁵ Direttiva 2024/825/UE *sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell’informazione*.

Questo approccio andrebbe inoltre ad integrare (ed arricchire) il principio del *comply or explain* già previsto dal Regolamento sull’informativa di sostenibilità⁷⁶, promuovendo una comunicazione proattiva degli effetti positivi in termini di sostenibilità dei prodotti finanziari: se, infatti, si analizza il sistema attualmente delineato dalla *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, emerge con evidenza come il principio del *comply or explain* sottenda una logica “direzionale” – vincolare l’operatore a fornire spiegazioni qualora il prodotto finanziario offerto non tenga in considerazione gli impatti negativi in materia ambientale – che, tuttavia, non riesce a disciplinare efficacemente le ipotesi in cui il soggetto offra un prodotto che, pur avendo un impatto positivo in termini di sostenibilità (e che dunque, secondo una lettura critica della normativa vigente, andrebbe a qualificarsi quantomeno come prodotto *light green ex art. 8* del Regolamento 2019/2088), e sia dunque tale da non determinare l’attivazione dei vincoli di *explain*, venga comunque presentato come avente un impatto in termini di sostenibilità minore di quello che effettivamente ha.

Da ultimo, si consideri il fatto che prospettare un’applicazione estensiva della disciplina in materia di omissioni ingannevoli rispetto all’ipotesi di un autonomo intervento novativo permetterebbe di aggirare il problema – sicuramente di non scarso rilievo pratico – connesso ad un processo di revisione a stretto giro di una pluralità di *corpora* normativi in materia di finanza sostenibile: quest’ultima soluzione implicherebbe infatti (nel migliore dei casi) una duplice revisione della normativa in materia di *sustainable disclosure*, e di quella sulla *sustainable due diligence*. Di contro, la disciplina di cui alla Direttiva 2005/29 potrà applicarsi, indipendentemente dal contesto di esecuzione della comunicazione, ogniqualvolta il soggetto destinatario possa essere identificato come consumatore; in altri termini, come soggetto agente al di fuori di uno scopo professionale (ipotesi riferibile anche all’investitore *retail*⁷⁷).

⁷⁶ A. LAFARRE, E. VERHOEFF, *European Regulation of Sustainable Finance and Investor Sustainability Duties: Measuring is Knowing?*, in *Banking and Financial Law Review*, 2023, 39, 2, 255-280.

⁷⁷ Invero, il rapporto tra i contratti finanziari e la disciplina prevista nel Codice del Consumo – specialmente per quanto riguarda il regime degli obblighi informativi, stante l’esclusione disposta dall’art. 47 cod. cons. – non è facilmente decifrabile in via

A tutto voler concedere non può invero negarsi, in una prospettiva di lungo periodo, come la soluzione in questa sede prospettata non tolga valore alla più volte evidenziata necessità di sviluppare criteri chiari e oggettivi per la validazione dei *claim* di sostenibilità, consentendo agli operatori del mercato di comunicare con maggiore sicurezza le proprie iniziative, riducendo l'incertezza legata ai rischi reputazionali e legali connessi alla qualificazione dei propri prodotti come sostenibili e, al contempo, favorendo l'affermarsi di *best practices* imprenditoriale utili a contenere i costi per gli operatori⁷⁸.

Certamente, a fronte ai rischi connessi a *greenwashing* e *greenhushing*, sviluppare delle *policy* in grado di raggiungere un bilanciamento efficace tra le due tendenze non è semplice; si noti, tuttavia, come – indagando il “minore dei due mali” – potrebbe addirittura sostenere che il rischio di falsi positivi nella comunicazione al mercato (e, dunque, di *greenwashing*) sia in via di principio preferibile al rischio di falsi negativi (*id est*, di *greenhushing*) in quanto decisamente più monitorabile da parte di autorità di vigilanza e *stakeholder*⁷⁹.

Coerentemente, ed in controtendenza rispetto all'approccio finora tenuto dalle istituzioni dell'Unione, non può escludersi che l'optare per una normativa meno onerosa in termini di *compliance* per gli operatori, affidando all'attività di *enforcement* (da intendersi in senso ampio, e

generale, e costituisce tema di dibattito in dottrina. In merito, v. A. GENOVESE, *Pratiche commerciali scorrette e offerta di servizi di investimento*, in C. GIUSTOLISI (a cura di) *La direttiva Consumer Rights. Impianto sistematico della Direttiva di armonizzazione massima*, Roma, 2017. Con riferimento alla posizione assunta in merito dalla Commissione europea, cfr. le riflessioni operate in occasione della *procedura di infrazione* 2013/2169/Just del 18 ottobre 2013, ai sensi dell'art. 260 del TFUE, avente ad oggetto proprio la scorretta applicazione ed esecuzione della direttiva 2005/29/UE e, in particolare, della regola della *lex specialis* ivi contenuta per il coordinamento tra la disciplina a carattere generale e le normative specifiche di settore. V., in particolare, le riflessioni presenti in M. CAPPAL, *La repressione delle pratiche commerciali scorrette nei mercati regolati: cosa aspettarsi dalla Corte di giustizia?*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2017.

⁷⁸ Il tema è stato ampiamente sollevato con riferimento al ruolo dei *Regulatory Technical Standards* del Regolamento Tassonomia. In merito, v. N. GARCIA-TOREA, M. LUQUE-VÍLCHEZ, P. RODRÍGUEZ-GUTIÉRREZ, *The EU Taxonomy, sustainability reporting and financial institutions: understanding the elements driving regulatory uncertainty*, in *Accounting Forum*. Routledge, 2024.

⁷⁹ S. PENG, S. TAN, S. ZHOU, *Regulating Greenwashing*, *cit.*, 10.

dunque ricomprendendosi sia l'attore pubblico, sia quello privato) il compito di operare un vaglio critico delle informazioni fornite, possa rappresentare nel lungo periodo una strategia maggiormente efficace per disciplinare l'informativa di sostenibilità.

Ciò, anche con lo scopo di favorire una maggiore "dinamicità" nella circolazione dei dati disponibili in materia di prodotti sostenibili e nell'identificazione delle soglie di qualificazione dei prodotti ESG, nonché una migliore responsabilità del sistema agli sviluppi intercorsi nel mercato e in termini di competitività.

9. Considerazioni conclusive

Le riflessioni svolte evidenziano come il fenomeno del *greenhushing* rappresenti una problematica di rilievo – allo stato, non sufficientemente affrontata – per il corretto svilupparsi di un mercato finanziario sostenibile.

Se il silenzio normativo nei confronti di tali strategie potrebbe apparire *prima facie* meno problematico rispetto alla necessità di contrastare le più note pratiche di *greenwashing*, bisogna tuttavia considerare che le strategie basate sull'occultamento delle informazioni relative alla sostenibilità rischiano, non meno delle dichiarazioni mendaci, di compromettere l'efficienza allocativa dei prodotti finanziari, il corretto dispiegarsi dei processi competitivi, e la tutela dell'investitore nel compimento di scelte consapevoli⁸⁰.

Allo scopo di scongiurare questi rischi, emerge l'opportunità di accogliere un approccio al tema della *disclosure* di sostenibilità che, andando oltre la mera repressione dei *claim* non veritieri, possa considerare altresì le peculiarità del *greenhushing*. In tal senso, se nel lungo periodo lo sviluppo di criteri chiari e oggettivi per la validazione dei *claim* di sostenibilità rappresenta certamente un presupposto ineludibile per il contrasto sia del *greenwashing* che del *greenhushing*, nel breve periodo è di interesse l'opportunità di estendere il concetto di omissione ingannevole – accolto e consolidato presso la normativa consumeristica – anche alle ipotesi di omissione di informazioni rilevanti in materia di prodotti finanziari sostenibili, riconoscendo come il silenzio circa un elemento (financo positivo, quale la riconducibilità

⁸⁰ V. IOSCO, *Supervisory Practices to Address Greenwashing*, 14.

di un prodotto o di un'attività a criteri di sostenibilità) possa rivelarsi tanto rilevante quanto un'affermazione mendace ai fini della decisione d'investimento. Oltre a quanto già evidenziato in precedenza⁸¹, una simile lettura pare coerente anche con la consolidata interpretazione dei doveri d'informazione "attiva" dell'intermediario ai sensi del *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* e della giurisprudenza in materia⁸².

A prescindere dalla strategia che si voglia preferire, è indubbio che le diverse opzioni percorribili dovranno riuscire a bilanciare efficacemente l'esigenza di informare esaustivamente gli investitori in merito alle caratteristiche ESG dei prodotti negoziati ed i costi che l'attuale regime comporta per le imprese che vogliono comunicare al mercato le proprie iniziative in tema di sostenibilità. Solo raggiungendo un equilibrio tra le diverse variabili in gioco sarà infatti possibile creare un contesto in cui le imprese siano incentivate a promuovere i profili di sostenibilità relativi a prodotti e servizi offerti, contribuendo alla costruzione di un mercato finanziario capace di orientare i processi di investimento verso il perseguimento di istanze di sviluppo sostenibile.

⁸¹ V. *supra* par. 8.

⁸² *Ex multis* F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, 2004; A. DOLMETTA, *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *I contratti*, 2008, 1; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le sezioni unite*, in *Contratti*, 2008 F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011. Con riferimento alla giurisprudenza recente, v. Cass. civ., ord. n. 18293 del 27 giugno 2023; Cass. civ. n. 3914 del 16 febbraio 2018, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 1011, con nota di D. SANTARPIA, *Il danno da informazioni inesatte nella prestazione di servizi di investimento.*; Cass. civ. n. 7288 del 13 marzo 2023, in www.dirittobancario.it.