

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

2024

[rivista.dirittobancario.it](http://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  
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO  
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA

### **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** | dottrina  
di Diritto Bancario | e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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



## **La «revisione esterna» nella disciplina delle obbligazioni verdi europee\***

**SOMMARIO:** 1. Una premessa (generale): la sostenibilità ambientale. – 1.2. Un'altra premessa (particolare): la finanza sostenibile e verde. – 2. I *green bonds*. – 3. I tratti essenziali della disciplina di cui all'EUGBR. – 4. Contenuto della revisione e regime giuridico del «revisore esterno». – 4.1. Un tentativo (non riuscito) di assimilazione del «revisore esterno» alle figure già note. – 5. Il ruolo dell'ESMA. – 6. I «controlli» nella disciplina sui *green bonds*: pubblico e privato nell'ecosistema della finanza sostenibile.

### *1. Una premessa (generale): la sostenibilità ambientale*

La transizione verso un *agere* economico finanziario caratterizzato dall'introduzione di elementi di eticità può considerarsi ormai un punto di approdo del più recente dibattito dottrinale<sup>1</sup>, accentuandosi della finanza «etica» il carattere della sostenibilità e, partitamente, di quella ambientale. Di tanto si trova testimonianza pure nelle scelte compiute in ambito interno e sovranazionale ove si assiste a interventi che attingono sia il generale (la sostenibilità ambientale) sia il particolare (la finanza sostenibile e verde) della premessa che s'intende delineare.

Nella prima prospettiva, provando a stilare una sintesi dei più recenti interventi, è possibile richiamare il complesso di provvedimenti che hanno, quale obiettivo, il raggiungimento della neutralità climatica<sup>2</sup> e, quindi, da un lato, il regolamento che istituisce il quadro per conseguire,

---

\* Il presente contributo è destinato all'Opera intitolata «Sostenibilità non finanziaria e mercati vigilati: regolatori, operatori e consumatori nella "galassia" ESG», a cura di F. Riganti, di prossima pubblicazione per l'editore Giappichelli.

<sup>1</sup> L'argomento viene sviluppato, su tutti, da F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, Utet, 2023, spec. 171, il quale prosegue osservando come «il passo successivo di questo percorso è la promozione di un'economia ed una finanza dalla multiforme capacità di ricercare “il bene comune”, nel quale responsabilità e realizzazione di un razionale equilibrio sociale riescono a trovare adeguata convergenza» (virgolettato dell'A.).

<sup>2</sup> A monte rispetto ai riferimenti indicati, subito dopo, nel testo, è doveroso citare l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, adottata dai Paesi membri delle Nazioni Unite a settembre 2015, e l'Accordo di Parigi concluso a dicembre 2015 nell'ambito della convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici.

per l'appunto, la neutralità climatica in tutti i settori dell'economia<sup>3</sup>; dall'altro, il pacchetto denominato “*Fit for 55*” che mira a tradurre, nel concreto, le ambizioni del *Green deal* europeo<sup>4</sup>. Nella fitta trama degli interventi a carattere “settoriale”, anch'essi rientranti nel predetto pacchetto, è possibile annoverare, tra i più recenti, il regolamento per la decarbonizzazione del trasporto marittimo<sup>5</sup>, la direttiva sull'energia da fonti rinnovabili<sup>6</sup>, il regolamento sul trasporto aereo<sup>7</sup> e la direttiva sulla prestazione energetica nell'edilizia che, negli intenti, dovrebbe promuovere il miglioramento della prestazione energetica degli edifici e la riduzione delle emissioni dei gas provenienti sempre dagli edifici<sup>8</sup>.

---

<sup>3</sup> Trattasi, nello specifico, del Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

<sup>4</sup> I riferimenti dei due atti citati sono i seguenti: il primo è la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, «*Pronti per il 55%*»: realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica, COM(2021) 550 final, 14 luglio 2021; il secondo è la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Il Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019. Per un'analisi di quest'ultimo si rinvia, tra gli altri, a G. CAVALIERI, B. CELATI, S. FRANCA, M. GANDIGLIO, A.R. GERMANI, A. GIORGI, G. SCARANO, *Il «Fit for 55» unpacked: un'analisi multi-disciplinare degli strumenti e degli obiettivi delle proposte settoriali per la decarbonizzazione dell'economia europea*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 409 ss. Sul tema v. pure A. BROZZETTI, *Il Green deal europeo: rinnovate prospettive per intermediari finanziari ed imprese*, in *Studi in onore di Sabino Fortunato*, vol. IV, Bari, 2023, 2957 ss.

<sup>5</sup> Regolamento (UE) 2023/1805 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 settembre 2023 sull'uso di combustibili rinnovabili e a basse emissioni di carbonio nel trasporto marittimo, e che modifica la direttiva 2009/16/CE.

<sup>6</sup> Direttiva (UE) 2023/2413 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 che modifica la direttiva (UE) 2018/2001, il regolamento (UE) 2018/1999 e la direttiva n. 98/70/CE per quanto riguarda la promozione dell'energia da fonti rinnovabili e che abroga la direttiva (UE) 2015/652 del Consiglio.

<sup>7</sup> Regolamento (UE) 2023/2405 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 sulla garanzia di condizioni di parità per un trasporto aereo sostenibile.

<sup>8</sup> Il riferimento è, segnatamente, alla direttiva (UE) 2024/1275 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 aprile 2024 sulla prestazione energetica nell'edilizia. Tra le altre cose, la direttiva prevede, per ogni Stato membro, l'applicazione di requisiti minimi di prestazione energetica di edifici e unità immobiliari di nuova

Con riguardo alla politica della sostenibilità ambientale adottata in sede europea<sup>9</sup>, è stato osservato, in generale, come tale politica, per quanto non includerebbe «forme di pianificazione autoritativa dell'attività delle imprese», implicherebbe comunque «un ruolo pubblico di guida e di regia complessiva dello sviluppo, ovviamente nei limiti in cui ciò risulta possibile nella dimensione europea»<sup>10</sup>. Affermazione che andrebbe, peraltro, confrontata con l'idea, propugnata pure di recente dalla Commissione<sup>11</sup>, di avviare un piano industriale del *Green Deal*, con l'obiettivo di rendere l'Unione un luogo

---

costruzione e già esistenti, nonché l'adozione di un piano nazionale di ristrutturazione degli edifici.

<sup>9</sup> Per una rappresentazione dello stato delle azioni tese ad attuare la transizione verso la neutralità climatica v. la Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sul funzionamento della normativa europea sul clima e del regolamento sulla condivisione degli sforzi e sulla direttiva sul sistema per lo scambio di quote di emissioni nel contesto del bilancio globale del 15 maggio 2024.

<sup>10</sup> In questi termini è orientato E. BRUTI LIBERATI, *La strategia europea di decarbonizzazione e il nuovo modello di disciplina dei mercati alla prova dell'emergenza ucraina*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 6, il quale prosegue affermando che «libertà di iniziativa, meccanismi concorrenziali e rilievo del capitale privato non sono rinnegati: ma essi devono fare i conti con un ruolo più forte e finalizzato delle istituzioni pubbliche, che riduce innanzitutto significativamente lo spazio riservato all'auto-regolazione da parte dei mercati». Il punto è approfondito anche da D. BEVILACQUA, *Il Green New Deal*, Milano, 2024, 189 ss., spec. 191 – 192, ove osserva che «la strategia del *Green New Deal* poggia su un intervento pubblico intrusivo e diffuso, che informa gli operatori e promuove nuovi assetti produttivi “verdi”, che condiziona le imprese, coordinandole e indirizzandole verso scelte sostenibili», proponendo di qualificare, a tal fine, il ruolo dello Stato quale «conformatore»: «i poteri pubblici si spingono oltre le loro attività di promozione, innovazione, investimento, regolazione e limitazione, arrivando a conformare, cioè a funzionalizzare e determinare l'agire degli attori privati in merito alle scelte strategiche, agli strumenti produttivi, ai settori di investimento, alle materie prime da adoperare e all'approvvigionamento energetico» (così a pag. 195).

<sup>11</sup> Cfr., segnatamente, la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un piano industriale del Green Deal per l'era a zero emissioni nette*, del 1 febbraio 2023. Per una proposta di lettura della Comunicazione v. S. PELLERITI, *Verso una nuova politica industriale europea competitiva e sostenibile: un'occasione di maggiore integrazione tra gli Stati Membri o una deriva verso il protezionismo?*, in questa *Rivista*, 2023, suppl. fasc. IV/2023, I, spec. 513 ss.

di investimento per l'industria a zero emissioni nette<sup>12</sup>. La transazione ecologica delineata in ambito sopranazionale pare essere, così, “indirizzata” finanche nel senso di orientare lo sviluppo industriale<sup>13</sup>, anche se, da questo punto di vista, molto dipende dall'intrecciarsi di tale politica con quelle di sviluppo nazionali.

Sul versante domestico, la scelta è stata quella di intervenire, al vertice del sistema, apportando le ormai note modifiche alla Costituzione e, nello specifico, agli articoli 9 e 41, commi 2 e 3, che si riferiscono all'iniziativa privata e all'attività economica pubblica e privata le quali devono svolgersi in continuità, per l'appunto, con la tutela ambientale<sup>14</sup>. E, ancor prima, nella medesima logica di “funzionalizzazione” (*rectius*, coordinamento) delle politiche nazionali dedicate alla sostenibilità ambientale, può iscriversi l'istituzione del Comitato interministeriale per la transizione ecologica<sup>15</sup> che ha

---

<sup>12</sup> In particolare, secondo quanto indicato nella Comunicazione citata alla nota precedente, il piano industriale del *Green Deal* poggerebbe su quattro pilastri: (a) un contesto normativo prevedibile e semplificato; (b) un accesso più rapido a finanziamenti adeguati; (c) competenze; (d) apertura commerciale per catene di approvvigionamento resilienti.

<sup>13</sup> Il punto viene colto pure da G. LUCHENA, *Il “nuovo” intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come programmazione a impulso europeo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. n. 4/2022, 72 ss., spec. 75 ove sottolinea come si abbandoni, per tale via, «l'approccio rimediabile che ha finora caratterizzato la politica ambientale».

<sup>14</sup> Il riferimento normativo che ha introdotto la modifica è rappresentato dalla legge costituzionale 11 febbraio 2022, n. 1. La letteratura giuridica è, sul punto, amplissima e si è occupata, in molti casi, di comprendere se la modifica abbia recepito il diritto vivente oppure sia autenticamente innovativa, nonché, per quanto più rileva in questa sede, di ricavare la programmazione industriale anche a fini di tutela ambientale; è possibile, tra gli altri, citare i contributi di: F. DE LEONARDIS, *La riforma “bilancio” dell'art. 9 Cost. e la riforma “programma” dell'art. 41 Cost. nella legge costituzionale n. 1/2022: suggestioni a prima lettura*, in *ApertaContrada*, 28 febbraio 2022; G. ALPA, *Note sulla riforma della costituzione per la tutela dell'ambiente e degli animali*, in *Contr. Impr.*, 2022, 361 ss.; A. MOLITERNI, *Transizione ecologica, ordine economico e sistema amministrativo*, in *Rivista di diritti comparati*, 2022, 395 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza*, cit., 187 ss.; M. PENNASILICO, *Ambiente e iniziativa economica: quale “bilanciamento”?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 48 ss.; F. CINTIOLI, *L'interpretazione degli articoli 9 e 41 della Costituzione dopo la legge cost. n. 1 del 2022: l'amministrazione e il giudice amministrativo*, in *Il diritto dell'economia*, 2024, 11 ss.

<sup>15</sup> L'istituzione del Comitato interministeriale per la transizione ecologica (in sigla, CITE) è prevista dall'art. 57-bis del d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152, così come

approvato il Piano per la transizione ecologica<sup>16</sup>.

Non manca, dipoi, per contribuire al raggiungimento degli obiettivi sul clima e sulla tutela ambientale assunti a livello internazionale, il sostegno (pubblico) alle imprese, reso possibile grazie all'istituzione del Fondo italiano per il clima<sup>17</sup>, chiamato a intervenire finanziariamente (assunzione di capitale di rischio o di credito e rilascio di garanzie) per favorire il coinvolgimento delle imprese nell'attuazione dei predetti obiettivi.

---

modificato dall'art. 4 del d.l. 1° marzo 2021, n. 22. In base alla norma richiamata, il Comitato ha il «compito di assicurare il coordinamento delle politiche nazionali per la transizione ecologica e la relativa programmazione, ferme restando le competenze del Comitato interministeriale per la programmazione economica e lo sviluppo sostenibile». Con riguardo al rapporto con quest'ultimo, è stato osservato come «siamo dinanzi ad un soggetto che, attraverso il Piano, dovrebbe essere chiamato ad esercitare un'attività di coordinamento sugli strumenti di pianificazione dei principali fattori ambientali: e ciò sembra maggiormente differenziare la sua attività da quella del Cipess (...) il quale dovrà soprattutto curare l'adeguata incorporazione e internalizzazione, all'interno delle proprie decisioni e istruttorie, non solo dell'interesse ambientale ma di tutti gli obiettivi di sviluppo sostenibile»: così A. MOLITERNI, *Il Ministero della transizione ecologica: una proiezione organizzativa del principio di integrazione?*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2021, 449, cui si rinvia (pagg. 447 ss.) anche per un inquadramento del Comitato e del Piano per la transizione ecologica menzionato poco dopo.

<sup>16</sup> A mente dell'art. 57-bis, comma 4, del d.lgs. n. 152/2006 il Piano «individua le azioni, le misure, il relativo cronoprogramma, nonché le amministrazioni competenti all'attuazione delle singole misure e indica altresì le relative fonti di finanziamento già previste dalla normativa e dagli atti vigenti». In particolare, il Piano è stato approvato con delibera del CITE dell'8 marzo 2022. Con delibera dello stesso CITE del 18 settembre 2023 è stato anche approvato l'aggiornamento periodico della Strategia nazionale dello sviluppo sostenibile, così come previsto dall'art. 34, comma 3, del d.lgs. n. 152/2006. Così come si afferma nel successivo comma 5, le Strategie (nazionale e regionali) «assicurano la dissociazione fra la crescita economica ed il suo impatto sull'ambiente, il rispetto delle condizioni di stabilità ecologica, la salvaguardia della biodiversità ed il soddisfacimento dei requisiti sociali connessi allo sviluppo delle potenzialità individuali quali presupposti necessari per la crescita della competitività e dell'occupazione».

<sup>17</sup> Il Fondo italiano per il clima è stato, nello specifico, istituito per mano dell'art. 1, commi 488 – 497, della l. 30 dicembre 2021, n. 234 (legge di bilancio 2022): sul Fondo e sui compiti assegnati alla Cassa depositi e prestiti nell'ambito della sua gestione sia consentito rinviare a D. DE FILIPPIS, *Il finanziamento alle imprese della Cassa depositi e prestiti: modelli e limiti*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, 2024, 126 ss.

## 1.2. Un'altra premessa (particolare): la finanza sostenibile e verde

L'allusione all'intervento finanziario – sia pure inteso in termini diversi da quelli che saranno oggetto, ora, di (breve) riflessione – consente di introdurre l'altro corno della premessa, ovvero quello relativo alle scelte compiute in sede di regolazione del segmento finanziario sostenibile e verde<sup>18</sup>. Si tratta, infatti, di verificare quali siano, in questo campo, le tendenze evolutive, assodato che, in generale, l'opzione, a livello nazionale ed europeo, è nel senso di “indirizzare” (o di “programmare”) le scelte in punto di eco-sostenibilità.

L'intervento nei mercati finanziari prende le mosse dal Piano d'Azione per la finanza sostenibile, che traccia(va), in sintesi, la strategia e le misure da adottare per realizzare un sistema finanziario in grado di promuovere lo sviluppo sostenibile, anche sotto il profilo ambientale<sup>19</sup>.

D'interesse, in ordine di tempo, pare – a tutela degli investitori<sup>20</sup> – il

---

<sup>18</sup> Le due nozioni paiono caratterizzate da un rapporto di *genus ad speciem*: la finanza sostenibile si riferisce all'applicazione dello sviluppo sostenibile, in generale, all'attività finanziaria, mentre la finanza verde rientrerebbe nella prima nozione e dovrebbe aver riguardo agli strumenti finanziari con i quali si favorisce proprio lo sviluppo ecosostenibile. In questo senso è orientato anche il recente Rapporto dell'ISPRA, *La sfida ambientale per la finanza sostenibile. Metodologie, informazioni e indicatori ambientali*, 2024, 17 – 18, e, in precedenza, v. pure S. PELLERITI, *Il ruolo del FinTech nella transizione ecologica*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, L. Ammannati e A. Canepa (a cura di), Torino, 2023, 146 – 148.

<sup>19</sup> Il Piano d'Azione è stato pubblicato dalla Commissione europea a marzo 2018. Per una ricostruzione del ruolo della finanza sostenibile prima del varo del Piano di azione v. M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1270-1271, e, prima ancora, per un approfondimento sullo stesso Piano v. M. SIRI - S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 6 ss.

<sup>20</sup> Non viene fatta oggetto di menzione nel testo, perché afferente maggiormente al profilo “societario” e meno a quello “finanziario” (salvo quanto si dirà più avanti nel testo), la Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità (in sigla, CSRD). Tale direttiva – attuata in virtù del d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125 – si occupa degli obblighi di rendicontazione societaria della sostenibilità e sul rispetto e sulla valorizzazione dei fattori ESG da parte delle società. Per qualche cenno di inquadramento alla direttiva

regolamento sull'informativa in materia di sostenibilità nel settore finanziario, che contribuisce a rafforzare l'informativa sul modo in cui gli emittenti integrano i rischi di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti<sup>21</sup>. E, in questa prospettiva, le imprese di investimento che prestano servizi di consulenza e di gestione di portafogli devono tenere conto, nella valutazione di adeguatezza, anche delle preferenze di sostenibilità della clientela che accede a questo tipo di servizi<sup>22</sup>.

Per assicurare (sempre) agli investitori informazioni sul grado in cui gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di

---

anche per differenza rispetto al previgente regime in materia di informazione non finanziaria v. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, spec. 609 ss. Né, per le stesse ragioni, viene fatta oggetto di menzione la recente Direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence* (Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024), la quale introduce obblighi sulle società nell'ambito delle loro attività rispetto agli impatti negativi sui diritti umani e agli impatti ambientali negativi; per un commento in chiave critica alla proposta di direttiva cfr. M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss. Per una lettura delle due (proposte di) Direttive nella prospettiva del dibattito sulla contrapposizione tra *stakeholderism* e *shareholderism* v. P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur. it.*, 2024, 1190 ss.

<sup>21</sup> Il Regolamento (UE) 2019/2088 (*Sustainable Financial Disclosure Regulation*) si occupa di armonizzare le norme per migliorare la qualità delle informazioni e la comparabilità tra prodotti finanziari con riguardo alla sostenibilità: per una sintesi dei principali contenuti v. P. COPPOTELLI, *La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 298 ss.

<sup>22</sup> È quanto previsto dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021: in senso critico rispetto alla scelta di includere, nella valutazione di adeguatezza, le preferenze di sostenibilità si schierano L. AMMANNATI, A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 4/2022, 2022, spec. 158, secondo cui «l'inserimento delle preferenze, seppure utile, potrebbe comunque non essere sufficiente sia perché non tutti gli emittenti sono soggetti all'applicazione della direttiva 2014/95 sia perché il processo decisionale dell'investitore retail non sempre prevede il coinvolgimento di un intermediario»; sul punto, anche per una riflessione (di ampio respiro) sull'evoluzione dell'attività bancaria alla luce dei processi di transizione (digitale ed ecologica), v. F. SARTORI, *Attività bancaria e processi di transizione*, in *La programmazione e le riforme: prospettive di diritto dell'economia*, G. Luchena (a cura di), in *Rassegna di diritto pubblico europeo*, 2024, spec. 39 – 46.

riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi contribuiscono a ridurre le emissioni di carbonio, è stata pure modificata la disciplina europea relativa agli indici di riferimento significativi in ambito azionario e obbligazionario<sup>23</sup>.

Ma, il paradigma di riferimento, in materia, resta rappresentato dal Regolamento Tassonomia<sup>24</sup> e dagli atti delegati adottati in continuità con quest'ultimo<sup>25</sup>. Nel Regolamento – e, con maggior dettaglio, negli atti delegati<sup>26</sup> – vengono stabiliti, in sintesi, i criteri (uniformi) per determinare se un'attività economica possa essere considerata ecosostenibile, valorizzando, ancora, il profilo informativo del partecipante ai mercati finanziari che decida di effettuare un investimento del tipo in esame<sup>27</sup>.

E, più di recente, non meno importante è il “nuovo” Pacchetto sulla finanza sostenibile che, sostituendo il precedente<sup>28</sup>, incide (o, a seconda

---

<sup>23</sup> Cfr. il Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

<sup>24</sup> Trattasi del 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.

<sup>25</sup> In particolare, con il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione (c.d. Atto delegato Clima), oggetto di successive integrazioni, sono stati fissati i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare una data attività economica in grado di contribuire alla mitigazione dei cambiamenti climatici in relazione a nove settori economici.

<sup>26</sup> Pare, tra gli altri, maggiormente interessare il Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021, oggetto di successive modifiche per mano, da ultimo, del Regolamento delegato (UE) 2023/2486, che si occupa di specificare ulteriormente il contenuto delle informazioni per consentire agli investitori e al pubblico di valutare la quota di attività economiche allineate alla Tassonomia perseguite dalle imprese beneficiarie degli investimenti.

<sup>27</sup> Per sviluppare, ancora, la Tassonomia è stata istituita la Piattaforma per la finanza sostenibile, la quale fornisce consulenza alla Commissione europea per l'attuazione e l'utilizzabilità della tassonomia e del quadro in materia di finanza sostenibile.

<sup>28</sup> Il “primo” *Sustainable finance package* è stato varato il 21 aprile 2021 ed è in attuazione di questo pacchetto che è stato varato il citato Atto delegato Clima.

dei casi, inciderà) sul quadro normativo finora esaminato<sup>29</sup>. La Comunicazione contempla, per quanto d'interesse, raccomandazioni per l'ambito finanziario: gli investitori privati e le istituzioni finanziarie dovrebbero essere progressivamente in grado di identificare gli investimenti sostenibili e gli investimenti in progetti di transizione in modo più efficace e sistematico<sup>30</sup>.

Uno dei profili che riceve puntuale disciplina nella produzione normativa sulla finanza *green* è, dunque, quello dell'informazione che deve essere offerta all'investitore: la chiara *disclosure* delle caratteristiche *verdi* del prodotto nel quale si investe è reputata, dal "sistema" (forse, allo stato, non ancora definibile come tale<sup>31</sup>), utile a rendere l'investitore stesso maggiormente consapevole anche dei rischi – su tutti, il *greenwashing*<sup>32</sup> – in cui può incorrere scegliendo un investimento che si "tinge" di verde<sup>33</sup>.

---

<sup>29</sup> La Comunicazione "A sustainable finance framework that works on the ground" della Commissione al Parlamento e al Consiglio è del 13 giugno 2023.

<sup>30</sup> La Comunicazione citata alla nota precedente prosegue affermando che «these disclosures and tools also provide an opportunity for companies to articulate their sustainability targets and transition pathways to investors and stakeholders in a standardised manner».

<sup>31</sup> Perché considerato, ancora, incoerente, anche in ragione della «vera e propria furia normativa che sembra attanagliare i legislatori»: così F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca imp. soc.*, 2024, 12. Sulla rilevanza del fenomeno della sostenibilità in ambito bancario v. pure F. RIGANTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, spec. 197 ss.

<sup>32</sup> Il fenomeno è, in sintesi, quello dell'attribuzione a un prodotto o a un servizio di caratteristiche *green* inesistenti, parziali o non corrette. Per contrastare il predetto fenomeno sono stati adottati (o sono in via d'adozione) alcuni provvedimenti in sede europea; tra quelli che meritano di essere menzionati, v., da ultimo, la 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 e la proposta di direttiva sulle informazioni ingannevoli in materia ambientale votata in prima lettura dal Parlamento europeo a marzo 2024. Per un contributo all'inquadramento del termine *greenwashing* si rinvia a L. ZOBOLI, *Il greenwashing e la tutela della corretta comunicazione d'impresa*, in questa *Rivista*, 2024, I, spec. 295 ss.; sul fenomeno v. pure 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.

<sup>33</sup> Gli effetti del potenziamento dell'informazione nell'ambito della finanza sostenibile paiono essere più estesi. È stato infatti notato che «l'incremento di

Provando a mettere insieme i due estremi della nostra premessa nell'accingerci a trattare dell'oggetto dell'indagine, si può dire che, nella tendenza alla “programmazione” dell'industria riscontrabile nella disciplina (eurounitaria), la transizione verde sembra passare attraverso una corretta rappresentazione – da parte delle imprese che operano, nel nostro caso, nel segmento finanziario – delle informazioni relative al carattere sostenibile dell'investimento<sup>34</sup>. A ben guardare (e fermo il contrasto al precitato *greenwashing*), per verificare la destinazione dell'investimento al perseguimento degli obiettivi dichiarati in sede di informativa, è agevole constatare la necessità di affidare tale compito a una qualche forma di (pervasiva) vigilanza, *sub specie* dell'Autorità competente e/o di un “verificatore” o, se si preferisce, di un “controllore” preferibilmente esterno.

Un'esigenza che sembra avvertirsi, in misura maggiore, con riguardo a quel modello di investimento che fa dell'impatto sociale o ambientale il suo obiettivo primario.

## 2. I green bonds

Relativamente alla c.d. finanza d'impatto, il “tipo” che, rispetto ad altri<sup>35</sup>, interessa di più approfondire è quello dei *green bonds*, ovvero

---

informazione affidabile sotteso ad un *agere* improntato alla sostenibilità facilitando le opportunità d'investimento denota carattere essenziale per la resilienza delle singole banche, oltre a contribuire alla stabilità del sistema finanziario ed a favorire la transizione verso un'economia più integrata e più forte»: così F. CAPRIGLIONE, *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, in questa *Rivista*, 2024, I, spec. 375.

<sup>34</sup> Tale passaggio viene colto, tra gli altri, pure da P. COPPOTELLI, *op. cit.*, 310, la quale sottolinea come «se la costruzione delle informazioni ESG – o quello che si definisce l'ecosistema dell'informazione ESG – è il cuore delle riforme regolamentari cui sta procedendo l'Unione europea, esso è anche lo scoglio sul quale lo sforzo può infrangersi e non raggiungere i risultati sperati se gli interventi non sono adeguatamente realizzati nelle modalità e nei tempi», e V. TROIANO, *Regolamentazione finanziaria, finanza sostenibile e obiettivi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 594 – 595. Nella letteratura straniera v. lo studio di S. STEUER, T.H. TRÖGER, *The role of disclosure in green finance*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper N° 604/2021, spec. 36 ss.

<sup>35</sup> All'interno della finanza d'impatto, accanto alle obbligazioni idonee a finanziare progetti sostenibili, è possibile distinguere prodotti che, pur non avendo quale oggetto immediato e diretto la realizzazione di attività sostenibili, sono collegati

strumenti finanziari per i quali l'emittente si impegna a realizzare, tramite quell'emissione, proprio un determinato beneficio ambientale<sup>36</sup>. Il dato empirico dimostra, in effetti, come ormai l'emissione di siffatti titoli non sia appannaggio di entità sovranazionali<sup>37</sup> o Stati europei<sup>38</sup> (o

---

a queste oppure prodotti *green* che vengono collocati, in modo indiretto, all'interno di investimenti di carattere tradizionale. Per una rassegna degli strumenti di *impact investing* v. M. COSSU, *op. cit.*, 1277 – 1278.

<sup>36</sup> Tale definizione si ritrova in D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 122; per F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza*, cit., 172, la qualifica di *green bond* «nell'immaginario collettivo finisce presto con l'identificare un marchio europeo rappresentativo di un prodotto finanziario sostenibile, essendo per l'appunto finalizzato al supporto di progetti che si propongono obiettivi di riduzione dell'impatto ambientale ovvero al miglioramento delle condizioni sociali (nel qual caso assumono la qualifica di *social bond*)». In letteratura (v. V. VANNONI, *Impatto, finanza e nuove imprese a vocazione sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2023, 35 ss.), è stata proposta la seguente classificazione dei *green bonds*: «*Standard Green Use of Proceed Bond* (emesso direttamente dall'emittente con la caratteristica “*recourse to the issuer*”) (...); *Green Revenue Bond* (del tipo “*non recourse to the issuer*”); *Green Project Bond* (emesso per finanziare uno o più progetti in cui l'investitore è esposto direttamente al rischio) (...); *Green Securitised Bond* (si configura come un'obbligazione a garanzia di uno o più progetti “green” specifici)».

<sup>37</sup> La prima emissione di *green bonds* si fa risalire alla Banca europea per gli investimenti: nel 2007 furono, difatti, emessi i *Climate Awareness Bond*. A seguire, subito dopo (2008), anche l'emissione da parte della Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, istituzione della Banca Mondiale: così S. KIM PARK, *Investor as Regulators: green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 2018, 14.

<sup>38</sup> Si rinvia a W. LEWANDOWSKI, A. SMOLENSKA, *Member States Sovereign Green Bond Issuance and the Development of Local Green Bond Markets in the EU*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. Ramos Muñoz, A. Smolenska (a cura di), Palgrave Macmillan, 2023, 54, per l'indicazione degli Stati europei che, in prosieguo di tempo (a partire dal 2016), hanno emesso *green bonds*. Per quanto riguarda l'Italia, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha emesso, a marzo 2021, i BTP Green Aprile 2045 e, a settembre 2022, i BTP Green Aprile 2022. D'interesse è il Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato *Green* di febbraio 2021, reperibile sul sito istituzione del Ministero, nel quale si delineano le spese *green* ammissibili, l'utilizzo dei fondi raccolti tramite l'emissione di titoli di Stato *Green* e la relativa rendicontazione. Da questo punto di vista, si segnala l'*Italian Sovereign Green Bond Allocation and Impact Report* che, ogni anno, deve essere pubblicato al fine di rendere disponibili le informazioni specialmente sull'allocazione delle risorse reperite tramite l'emissione dei titoli nell'anno precedente. Al Report (v. quelli del 2022 e del 2023) si allega anche una *ex-post external review* che espone, tra l'altro, il giudizio di allineamento agli impegni previsti nel Quadro di riferimento.

società controllate da questi ultimi<sup>39</sup>), registrandosi, più di recente, l'accesso a tale forma “pulita” di finanziamento anche da parte di banche e di società (non pubbliche)<sup>40</sup>.

Nondimeno, sta di fatto che, pur trattandosi di uno strumento che ha trovato già da tempo una discreta diffusione, la sua regolazione è stata, dapprima, affidata a meccanismi di carattere volontario (o, se si preferisce, “privatistici”) consistenti o in un sistema di certificazione oppure in un insieme di regole condivise da parte degli emittenti.

Privilegiando un approccio di tipo sintetico, è possibile annoverare, tra i primi, i *Climate Bonds Standard*<sup>41</sup>: la valutazione di conformità a siffatti *standards* consente all'emittente di fregiarsi di un'etichetta di certificazione per una specifica emissione di *green bonds* secondo i termini che vengono concordati tra l'emittente medesimo e l'associazione che si occupa della gestione e aggiornamento degli *standards*<sup>42</sup>. Il rispetto dei requisiti necessari per ottenere la certificazione viene affidato – e il punto interessa particolarmente ai nostri fini – a un terzo indipendente (il verificatore approvato dalla stessa organizzazione) che si occupa di accertare la conformità dello strumento finanziario agli *standards* approvati sia nella fase precedente sia in quella successiva all'emissione<sup>43</sup>.

---

<sup>39</sup> Si prenda, a titolo d'esempio, l'emissione del (primo) *green bond* da parte di Cassa depositi e prestiti nel 2023: per un cenno a tale operazione sia consentito rinviare a D. DE FILIPPIS, *Transizione ecologica e mercati finanziari: i green bonds*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 871.

<sup>40</sup> Già nel 2020, stando ai dati riferiti dall'ABI, l'emissione di obbligazioni verdi e sostenibili da parte di banche italiane aveva raccolto oltre 2 miliardi di euro.

<sup>41</sup> I *Climate Bonds Standard* sono stati introdotti dalla *Climate Bonds Initiative*, un'organizzazione *no-profit* impegnata in azioni a protezione dell'ambiente e sono reperibili, nella versione più aggiornata, sul sito istituzionale dell'organizzazione.

<sup>42</sup> Per un inquadramento più ampio di quello offerto nel testo è possibile rinviare, tra gli altri, a S. KIM PARK, *op. cit.*, 25 – 26, e, più di recente, N. MARAGOPOULOS, *Toward a european green bond standard: a european initiative to promote sustainable finance*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. Ramos Muñoz, A. Smolenska (a cura di), Palgrave Macmillan, 2023, 25 ss.

<sup>43</sup> Il ruolo dei verificatori esterni è declinato dalla *Climate Bonds Initiative* a seconda che, partitamente, la revisione si riferisca alla fase che precede l'emissione – con una ulteriormente diversa articolazione: garanzia di terzi, *second party opinion*, *rating*, verifica preventiva della certificazione *Climate Bonds* secondo i *Climate Bonds standard* – oppure a quella successiva, secondo uno schema che può prevedere

Tra le regole adottate in modo condiviso, spiccano, invece, i *Green Bonds Principles* del 2018<sup>44</sup>. Dalle linee guida si ricava il (necessario) legame tra i proventi derivanti dall'emissione obbligazionaria e la destinazione degli stessi per il finanziamento di progetti *green* che vengono reputati, all'interno dello stesso documento, eleggibili (per esempio: l'efficienza energetica, l'energia rinnovabile, il trasporto pulito, l'adattamento al cambiamento climatico o l'edilizia ecologica).

Tra le altre cose, le linee guida esaltano (non a caso) il profilo dell'informazione relativo, segnatamente, alle quattro componenti fondamentali dei *green bonds*, ovvero l'utilizzo dei proventi, il processo di valutazione e selezione del progetto, la gestione dei proventi e l'attività di *reporting*.

L'allineamento con siffatte componenti è demandato a una forma di revisione esterna, la quale, stando a quanto previsto dalle linee guida, non è predeterminata nel suo contenuto ma vengono suggerite varie tipologie tra le quali optare<sup>45</sup>; la revisione esterna dovrebbe garantire che l'emissione sia conforme alle predette componenti e, nella fase successiva, monitorare l'allocazione dei proventi rispetto ai progetti

---

la garanzia di destinazione dei proventi di una seconda o terza parte, un *report* sull'impatto oppure una verifica post-emissione.

<sup>44</sup> I *Green Bonds Principles* sono guidati da un Comitato esecutivo, composto da investitori, emittenti e sottoscrittori, mentre altre parti (ONG, università, fornitori di servizi) partecipano solo in qualità di osservatori. La *International Capital Market Association* (ICMA) funge da segretariato dei *Green Bonds Principles*. Per maggiori ragguagli in argomento si rinvia a S. KIM PARK, *op. cit.*, 22 ss.

<sup>45</sup> Le tipologie individuate sono le seguenti: (i) una *second party opinion* rilasciata da un'istituzione con competenze in ambito ambientale e indipendente rispetto all'emittente; (ii) la verifica indipendente che potrebbe concentrarsi «sull'allineamento con standard interni o esterni o rivendicazioni fatte dall'emittente», sulle «caratteristiche ambientali delle attività sottostanti» oppure, ancora, sul «metodo interno dell'emittente di tracciabilità dell'uso dei proventi», sull'«allocazione di fondi derivanti dai proventi dei Green Bond», nonché sulla «dichiarazione di impatto ambientale o di conformità di reporting ai GBP»; (iii) il rilascio, da parte di terzi, all'emittente di una certificazione o di un marchio di garanzia del rispetto di *standards* di valutazione ambientale esterni; (iv) la verifica affidata a ricercatori specializzati o agenzie di *rating*, sulla base di un metodo di *scoring/rating* predefinito. S'occupano di fornire, oltre a un inquadramento, anche una (efficace) comparazione tra queste diverse modalità di conduzione della revisione esterna X. CHEN, W. LONG, *To enhance the credibility of the green bond market through regulating GBERs: the case of china*, in *Laws*, 12 (6), 2023, 6 - 8.

ammissibili<sup>46</sup>.

In comune tra le due forme di regolazione innanzi delineate e indipendentemente dal modello prescelto (se adesione a un nucleo di regole condivise o a un “marchio di certificazione”), è, dunque, enucleabile la preferenza per la revisione esterna quale strumento percepito come in grado di assicurare il rispetto degli *standards* che, in un caso o nell’altro, consentono all’emittente di poter collocare sul mercato titoli verdi.

Per converso, proprio la revisione esterna, sia pure nella diversità delle declinazioni prospettate dai due “modelli”, dovrebbe contribuire a fornire agli investitori informazioni attendibili nella fase antecedente l’emissione e maggiori rassicurazioni sull’impiego dei proventi in progetti verdi con riguardo alla fase successiva<sup>47</sup>.

Certamente, com’è stato evidenziato, la revisione esterna incontra, perlomeno, due limiti: (a) ciascun revisore esterno adotta una propria metodologia di valutazione (che potrebbe rivelarsi opaca e poco coerente); (b) le modalità di *governance* e di controllo interno dei revisori non sono soggetti all’ulteriore controllo di un’autorità di vigilanza<sup>48</sup>. Limiti che, invero, potrebbero essere superati adottando un regime normativo unico nel contesto europeo.

Una disciplina omogenea della revisione esterna che prevenga i rischi appena segnalati potrebbe, per di più, contribuire a rimediare a un’oggettiva difficoltà, vale a dire quella di individuare lo strumento (giuridico) che dovrebbe adoperarsi in caso, soprattutto, di responsabilità dell’emittente per mancato (o parziale) utilizzo dei proventi per lo sviluppo del progetto *green*<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> Come evidenziato da C. VALENTI, *The EU Green Bond Standard, in Sustainable finance and financial education: a snapshot*, E. Macchiavello e M. Siri (a cura di), Torino, 2024, spec. 133, in questo caso, i revisori esterni non vengono approvati dalla ICMA.

<sup>47</sup> Per la dimostrazione, sul piano statistico, di tale affermazione si può rinviare a E. ALLMAN, B. LOCK, *External reviews and green bond credibility*, in *Journal of Climate Finance*, 2024, vol. 7, spec. 8 ss.

<sup>48</sup> Così è orientato N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 28.

<sup>49</sup> Il problema viene sollevato, tra gli altri, da S. GILOTTA, *Green Bonds: a legal and economic analysis*, in *Research handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, T. Kuntz (a cura di), Elgar, 2024, 226 ss., e, per l’ordinamento statunitense, Q. CURTIS, W.M.C. WEIDEMAIER, M. GULATI, *Green bonds, empty promises*, University of Virginia School of Law, 2023, spec. 39 ss. Per la proposta di

### 3. I tratti essenziali della disciplina di cui all'EUGBR

Non a caso, il recente Regolamento europeo sulle obbligazioni verdi<sup>50</sup> si concentra, particolarmente, sulla revisione esterna reputata idonea a garantire agli investitori un «accesso efficace in termini di costi a informazioni affidabili» sulle obbligazioni medesime<sup>51</sup>.

Prima di soffermarci, però, sul modo in cui la revisione esterna è destinata a operare e sulla vigilanza esercitata su di essa, è appena il caso di tracciare, per cenni, i tratti più salienti della disciplina di nuovo conio.

Tralasciando i modelli di informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e obbligazioni legate alla sostenibilità nell'Unione<sup>52</sup>, che è pure materia del Regolamento, la denominazione «obbligazione verde europea» pare strutturata alla stregua di un “marchio” che l'emittente intanto può apporre sui titoli in quanto si assoggetti al regime, innanzitutto, informativo che connota l'uso della denominazione in discorso.

Anteriormente all'emissione, l'emittente dovrà difatti compilare una scheda informativa che segue un modello comune e contiene, tra le altre, informazioni sull'allocazione dei proventi ad attività economiche allineate con la citata Tassonomia, la precisazione sull'eventuale

---

configurare un “interesse verde” dell'investitore meritevole di tutela sul piano giuridico se leso dall'emittente, sia consentito rinviare a D. DE FILIPPIS, *Transizione ecologica e mercati finanziari*, cit., spec. 873 ss. Diverso è il problema, sul lato degli emittenti e che, in questa sede, non interessa approfondire, se l'emissione di *green bonds* consenta, anche, un miglioramento della *performance post-emissione* dell'impresa che li emette: per un'indagine in proposito cfr. J. PROKOP, R.K. MÜLLER, *Green Bond Financing and Corporate Environmental Performance. Evidence from the European Union*, in *European journal of comparative law and governance*, 2023, 366 ss.

<sup>50</sup> Il riferimento è al Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023 sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità. Nel testo verrà, per comodità, indicato anche come “EUGBR”.

<sup>51</sup> Così il considerando 23 del citato Regolamento.

<sup>52</sup> Segnatamente, l'EUGBR dedica il Titolo III ai modelli di informativa volontaria per tali obbligazioni.

ricorso alla c.d. *flexibility pocket*<sup>53</sup> e, già in questa fase, una stima dell'impatto ambientale previsto dei proventi delle obbligazioni<sup>54</sup>.

Per potersi avvalere del “marchio” in discorso, l'emittente è tenuto altresì a divulgare un prospetto informativo osservante dei requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di titoli o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129<sup>55</sup>.

Sempre sul piano informativo (ma, questa volta, dopo l'allocazione integrale dei proventi), l'emittente deve redigere, per ogni periodo di dodici mesi fino alla data dell'allocazione integrale dei proventi, una relazione sull'allocazione dei proventi e – «almeno una volta durante la vita» delle obbligazioni<sup>56</sup> – rendere pubblica una relazione sull'impatto ambientale dell'uso dei proventi delle obbligazioni. I due documenti – collocati, come visto, in momenti diversi nel corso dell'emissione – assumono, anche, contenuto eterogeneo.

La relazione sull'allocazione dei proventi fornisce, oltre a informazioni analoghe a quelle già offerte prima dell'emissione, aggiornamenti sull'assegnazione dei proventi dell'emissione alle

---

<sup>53</sup> In base a quanto previsto dall'art. 5 del Regolamento, è possibile una flessibilità fino al 15% nell'uso dei proventi delle obbligazioni verdi ad attività per le quali non esistono criteri di vaglio tecnico, purché siano soddisfatti i requisiti previsti dalla norma.

<sup>54</sup> Per ulteriori sintetici ragguagli sul contenuto della scheda informativa si rinvia a N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 36, il quale osserva come «the EUGB factsheet is structurally different and more detailed compared to the respective report published under the GBP, notably as regards the obligation of issuers to disclose information on the EUGB's compliance with Green Taxonomy».

<sup>55</sup> Cfr. l'art. 14 dell'EUGBR. Dai primi commentatori è posto il dubbio se il prospetto vada pubblicato anche nelle ipotesi di esenzione previste dal Regolamento (UE) 2017/1129: per F.M. STOCO, *Bond e cartolarizzazioni green. Opportunità e limiti per il mercato italiano tra regolamentazione e vigilanza*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), «l'interpretazione sistematica sembrerebbe orientare verso una soluzione che escluda l'obbligo di pubblicazione del prospetto qualora l'emissione ricada nella fattispecie dell'articolo 1 del regolamento citato: nella materia in oggetto non sembrano esserci elementi specifici di maggiore rischiosità che impongano un maggior livello di tutela dell'investitore che, piuttosto, trova maggiore protezione attraverso gli obblighi specifici di reportistica indicati dagli articoli da 10 a 13».

<sup>56</sup> Così l'art. 12, par. 1, dell'EUGBR.

attività allineate con la Tassonomia, nonché altre informazioni pertinenti<sup>57</sup>. Dal canto suo, la relazione sull'impatto ambientale, invece, espone una stima degli impatti ambientali, positivi e avversi, delle obbligazioni verdi<sup>58</sup> e anche indicazioni sui parametri, sulle metodologie e sulle ipotesi applicate nella valutazione dell'impatto medesimo<sup>59</sup>.

#### 4. *Contenuto della revisione e regime giuridico del «revisore esterno»*

La revisione esterna riguarda, partitamente, la scheda informativa (e, quindi, la fase pre-emissione), le relazioni sull'allocazione dei proventi e, in via facoltativa, la relazione sull'impatto.

Tendenzialmente, la revisione esterna si articola allo stesso modo e sembra seguire, tra i modelli già in uso nella prassi (v. *supra*), quello della verifica indipendente: per ciascuno dei documenti, è necessario riscontrare, nell'ambito della revisione esterna, la redazione secondo le norme rispettivamente applicabili, nonché la presenza degli elementi contenuti nel modello allegato al Regolamento<sup>60</sup>.

Negli allegati, in particolare, è contemplata la necessità che la revisione esterna si concentri su una valutazione dettagliata che, a seconda del tipo, riguarderà il rispetto delle norme del Regolamento sulla scheda informativa o sull'assegnazione dei proventi oppure sul fatto che l'emittente abbia o meno rispettato le norme in materia di uso dei proventi o, nel caso della revisione *post-emissione*, la «valutazione in merito al fatto se l'emissione dell'obbligazione si allinea alla strategia ambientale più ampia dell'emittente» e la «valutazione dell'impatto ambientale indicato dei proventi delle obbligazioni»<sup>61</sup>. La revisione esterna dovrà anche rendere un parere in ordine alle diverse

---

<sup>57</sup> La relazione sull'allocazione dei proventi segue, in particolare, il modello di cui all'allegato II dell'EUGBR.

<sup>58</sup> N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 38, sottolinea come quella indicata nel testo (impatto positivo e avverso) costituisca «a key difference compared to the current practice, where issuers disclose information only on the positive effects of green bonds».

<sup>59</sup> Anche in questo caso, all'EUGBR è allegato un modello (allegato III).

<sup>60</sup> Invero, l'allegato IV è unico per le revisioni pre-emissione, *post-emissione* e delle relazioni sull'impatto.

<sup>61</sup> Così l'art. 12, par. 3, lett. a) e b) dell'EUGBR.

valutazioni espresse<sup>62</sup>.

A ogni modo, i compiti assegnati alla revisione esterna lasciano intendere che, per il relativo svolgimento, il soggetto incaricato<sup>63</sup> debba allestire un'organizzazione aziendale adeguata allo scopo di garantire l'indipendenza<sup>64</sup> ed evitare, conseguentemente, il rischio di conflitti d'interesse con l'emittente<sup>65</sup>.

Da questo punto di vista, non pare irrilevante evidenziare come il Regolamento abbia previsto una “barriera” all'ingresso del “mercato” dei revisori esterni, prevedendo che, per accedervi, occorra presentare una domanda di registrazione; è, infatti, in questa fase che l'Autorità di vigilanza valuterà l'«alta dirigenza e il consiglio di amministrazione» di chi si candida alla registrazione e la loro (buona) reputazione, esperienza e formazione, il numero dei soggetti coinvolti direttamente

---

<sup>62</sup> Il Regolamento dedica una discreta attenzione all'itinerario argomentativo da seguire nella redazione delle revisioni. Nello specifico, il parere deve essere reso «sulla base di un'analisi approfondita di tutte le informazioni disponibili» (art. 31, par. 1) e, sempre con riguardo alle informazioni utilizzate, si deve trattare di «informazioni di qualità sufficiente e provenienti da fonti affidabili» (art. 31, par. 3); devono essere «pubblicamente disponibili i passaggi chiave» del ragionamento usato dai verificatori esterni «per giungere alle conclusioni di ciascuna delle loro revisioni» (art. 31, par. 2). Nell'ipotesi di «errori nelle metodologie di valutazione o nella loro applicazione che incidono sostanzialmente su una revisione», l'art. 32 prevede una immediata notifica di tale circostanza all'ESMA e agli emittenti delle obbligazioni verdi interessate. La stessa norma (par. 2) impone una correzione immediata e, se del caso, la pubblicazione di una revisione riveduta e corretta «quanto prima».

<sup>63</sup> Sotto il profilo terminologico, l'EUGBR sembra utilizzare i termini «revisione esterna» e «verificatore esterno» in modo alquanto indiscriminato, lasciando intendere che gli stessi siano concepiti alla stregua di sinonimi. La circostanza che tali termini non siano connotati da un autonomo significato (in astratto, si sarebbe potuto ipotizzare che il primo si riferisca al momento dell'*attività* e il secondo a quello *soggettivo*) parrebbe confermata dal fatto che la versione inglese del Regolamento utilizzi unicamente la dizione «external review» (e suoi derivati).

<sup>64</sup> Cfr. l'art. 30, par. 1, del Regolamento che impone ai verificatori esterni di adottare e attuare «politiche e procedure interne di dovuta diligenza che assicurano che gli interessi aziendali non compromettano l'indipendenza o l'accuratezza dell'attività di valutazione».

<sup>65</sup> Il punto è valorizzato già all'interno dei considerando: v., segnatamente, il n. 36 e 39. E, con riguardo al conferimento all'ESMA dell'incarico di elaborare progetti di «norme tecniche di regolamentazione per specificare ulteriormente i criteri secondo i quali è possibile valutare una domanda di registrazione da parte di un revisore esterno, compresa la gestione dei conflitti di interesse»: v. il considerando n. 49.

nell'attività di valutazione e la loro formazione<sup>66</sup>.

Viene rimessa, invece, al revisore esterno (registrato) la garanzia (o la «supervisione») in ordine alla «indipendenza delle attività di valutazione» e alla «adeguata individuazione ed eliminazione o gestione di eventuali conflitti di interesse effettivi o potenziali, nonché la loro comunicazione in maniera trasparente»<sup>67</sup>. Del pari, un altro precetto impone ai verificatori esterni di individuare, eliminare o gestire i conflitti di interessi effettivi o potenziali che riguardano soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti nella revisione esterna, dovendo pure rilasciare una valutazione precontrattuale sull'esistenza di conflitti di interessi effettivi o potenziali<sup>68</sup>.

Non si chiarisce, tuttavia, se la (auto-)valutazione sulla sussistenza di siffatti requisiti debba diversamente atteggiarsi a seconda che lo stesso verificatore esterno sia titolare dei controlli *pre-issuance* e *post-issuance* e se, *in apicibus*, per le diverse fasi possano essere incaricati soggetti diversi, con differenti competenze ed eventuali dissimili profili di indipendenza<sup>69</sup>.

L'indipendenza rispetto all'emittente e il costante monitoraggio a livello organizzativo sull'insorgenza di situazioni di conflitto di interesse in capo al soggetto che svolge la revisione esterna sembrano, in ogni caso, permanere pure nell'ipotesi in cui l'attività di valutazione venga fatta oggetto di «esternalizzazione», prevedendosi che, in questa circostanza, il revisore esterno abbia l'obbligo di assicurare, per l'appunto, la qualità del controllo interno, restando, comunque,

---

<sup>66</sup> Cfr. l'art. 23, par. 2, dell'EUGBR. L'ESMA valuta le «disposizioni interne del richiedente» che vengono attuate per assicurare il rispetto dei requisiti organizzativi previsti dal Regolamento. Nella domanda, il richiedente la registrazione deve indicare anche «i meccanismi di governance societaria, le politiche o le procedure attuate dal richiedente per individuare, eliminare o gestire e segnalare in maniera trasparente eventuali conflitti di interesse effettivi o potenziali»: così la lett. h) dello stesso art. 23, par. 1.

<sup>67</sup> Così l'art. 27, par. 1, lett. b) e c) dell'EUGBR.

<sup>68</sup> Il riferimento è all'art. 35 che prescrive al revisore esterno di non emettere la revisione «se individua un conflitto di interessi effettivo e se non è in grado di attuare misure per eliminarlo o gestirlo».

<sup>69</sup> Quest'ultimo interrogativo viene sollevato, in dottrina, da F. SALERNO, *Il controllo esterno della rendicontazione di sostenibilità dopo la CSRD. Funzione e limiti della "attestazione"*, ESI, Napoli, 2023, 60.

responsabile per qualsiasi attività esternalizzata<sup>70</sup>.

#### 4.1. *Un tentativo (non riuscito) di assimilazione del «revisore esterno» alle figure già note*

La gestione dei rischi collegati all'insorgenza di conflitti di interessi costituisce, a ben guardare, una caratteristica “tipologica” – forse la più rilevante – della figura introdotta dalla recente disciplina europea sui *green bonds*. Quest'ultima pare, allora, fornire un concreto appiglio per provare a gettare le basi per una proposta di inquadramento della figura oggetto di esame.

Un siffatto sforzo risulta proteso non tanto a individuare le norme applicabili in caso di lacune (giacché la disciplina europea pare, sotto questo profilo, compiuta) quanto a proporre un (possibile) inquadramento giuridico. A tale scopo, si ritiene di privilegiare un approccio metodologico che miri, prima di tutto, a verificare se la figura in questione sia affine a quelle già note all'ordinamento interno (ed europeo) e, specificamente, al diritto dei mercati finanziari e a quello societario.

Per la (forte) somiglianza in punto di iscrizione nell'apposito registro e di controllo da parte delle autorità pubbliche (su cui *infra* per il revisore esterno), requisiti di competenza tecnica a tal fine necessari e, soprattutto, di indipendenza<sup>71</sup>, il primo confronto che è possibile istituire è con la revisione legale dei conti<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> La disciplina dell'esternalizzazione dell'attività dei verificatori esterni è contenuta nell'art. 33 del Regolamento, che, al par. 6, prevede l'adozione da parte del revisore di una serie di misure per garantire, tra l'altro, «l'individuazione di eventuali rischi potenziali in relazione alle attività di valutazione esternalizzate» (lett. b) e «le procedure di controllo adeguate rispetto alle attività di valutazione esternalizzate, compresa un'efficace vigilanza sulle attività di valutazione esternalizzate e su qualsiasi rischio potenziale relativo al prestatore di servizi terzo» (lett. d).

<sup>71</sup> Cfr., su tutti, l'art. 10 del d.lgs. n. 39/2010. Con riguardo all'indipendenza devono altresì menzionarsi gli artt. 10-*bis*, che contempla una valutazione della presenza di rischi per l'indipendenza con adozione, nel caso, di idonee misure per la mitigazione, e 10-*ter*, che impone di dotarsi di procedure per la valutazione del rischio e sistemi di controllo interno della qualità.

<sup>72</sup> La letteratura sulla revisione dei conti è amplissima; tra i contributi più recenti che offrono un inquadramento generale, è possibile citare: S. FORTUNATO, *La revisione legale dei conti*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, P. Abbadessa (a cura di), Torino, 2015, 73 ss.; L. MIOTTO, *La funzione di revisione*

Notoriamente, tale attività si sostanzia in un atto valutativo-illustrativo rappresentato dalla relazione che contiene il giudizio sul bilancio d'esercizio e in un'attività di carattere ispettivo-ricognitiva a esso strumentale consistente nella verifica, nel corso dell'esercizio, della regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili<sup>73</sup>.

Nonostante l'equivalenza sul piano soggettivo, è proprio quest'ultimo profilo, ovvero quello oggettivo (*rectius*, dell'attività), a marcare più nettamente la differenza. Ciò sembra potersi predicare non tanto con riguardo alla materia che viene fatta oggetto di revisione – in un caso il bilancio e nell'altro la scheda informativa e le diverse relazioni viste sopra – quanto piuttosto ai poteri d'ispezione attribuiti all'organo di revisione sulla regolare tenuta della contabilità. Stando a quanto previsto dall'EUGBR, il verificatore esterno non pare munito di tali poteri, potendo, esclusivamente, rilasciare un parere sulle valutazioni espresse a proposito dell'osservanza della disciplina applicabile.

Non parrebbe potersi sostenere un'affinità neppure tra il revisore esterno e le agenzie di *rating* del credito<sup>74</sup>. In astratto, sul piano soggettivo, l'applicazione di alcune regole quali quelle

---

*legale: intersezione fra disciplina dell'attività e dei soggetti*, in *Riv. soc.*, 2018, 433 ss. e, con riferimento alle nuove tecnologie, F. SALERNO, *Revisione legale dei conti e innovazione tecnologica*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 664 ss. e V. PETTIROSSI, *La revisione legale alla prova dell'innovazione tecnologica: questioni di conformità alle disposizioni di legge e regolamentari*, Relazione al XV Convegno annuale "Orizzonti del Diritto Commerciale", Roma 23-24 febbraio 2024, 1 ss. In precedenza, v. pure F. CAPRIGLIONE, *La vigilanza sull'attività dei revisori legali dei conti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 709 ss.

<sup>73</sup> Sulla relazione di revisione e il giudizio sul bilancio v. l'art. 14 del d.lgs. n. 39/2010.

<sup>74</sup> Anche per le agenzie di *rating* la bibliografia è piuttosto vasta. È possibile rinviare, tra gli altri, ai seguenti contributi utili a un inquadramento generale (e problematico, specialmente, con riguardo alla responsabilità delle agenzie): M. PORZIO, *Le agenzie di rating*, in *Dir. banc. fin.*, 2013, 405 ss.; P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 511 ss.; M. LUBRANO DI SCORPANELLO, *Società di rating. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, Milano, 2016; F. PARMEGGIANI, *Gli effetti distorsivi del credit rating sul rischio di insolvenza. Cause e rimedi normativi*, Milano, 2023, nonché la raccolta di contributi dedicati al tema in a cura di A. Principe, *Le agenzie di rating*, Milano, 2014.

sull'assoggettamento alla registrazione e vigilanza da parte dell'ESMA<sup>75</sup> oppure sulla competenza dei soggetti coinvolti nell'attività<sup>76</sup>, oppure, ancora, sull'indipendenza dell'agenzia<sup>77</sup>, potrebbe autorizzare una qualche sovrapposizione tra le due figure.

Nondimeno, al netto di simili (indubbie) convergenze, il fatto che le agenzie di *rating* si occupino, in generale, di offrire servizi di valutazione prognostico-statistica sull'affidabilità finanziaria (espressa in un simbolo alfanumerico) dell'emittente, anche, in un futuro prossimo, nel campo *ESG*<sup>78</sup>, contrassegna la diversità più consistente: il revisore esterno non diffonde un giudizio sulla capacità dell'emittente di restituire il prestito "verde" (e, quindi, in tal senso, sulla sua affidabilità), ma, essenzialmente, il giudizio sul rispetto degli impegni dallo stesso assunti sull'impiego del denaro raccolto.

A proposito dei fattori *ESG* e, in particolare, della citata direttiva *CSRD*, è appena il caso di guardare a tale disciplina la quale prevede proprio che venga rilasciata – da parte di un prestatore indipendente di tale servizio – un'attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità; il diritto nazionale, in sede di recepimento, ha assegnato tale compito a un revisore che abbia i requisiti di cui al decreto legislativo che disciplina la revisione legale dei conti il quale dovrà, nell'ambito della relazione di attestazione della conformità della

---

<sup>75</sup> Sulla registrazione e sui poteri di vigilanza dell'ESMA v. gli artt. da 14 a 35 del Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

<sup>76</sup> In questo senso si può menzionare l'art. 7, par. 1, del Regolamento n. 1060/2009 a mente del quale «un'agenzia di rating del credito garantisce che gli analisti di rating, i suoi dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il suo controllo e che partecipano direttamente alle attività di rating del credito dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti».

<sup>77</sup> Cfr., sotto questo profilo, l'Allegato I al Regolamento n. 1060/2009.

<sup>78</sup> In data 24 aprile 2024, il Parlamento europeo ha approvato, in prima lettura, la propria risoluzione legislativa sulla proposta di Regolamento sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di governance (ESG), con l'obiettivo, come emerge dal testo approvato, di introdurre «un approccio normativo comune al fine di rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona governance e l'indipendenza delle attività di rating ESG, contribuendo alla trasparenza e alla qualità dei rating ESG e all'agenda dell'Unione in materia di finanza sostenibile».

rendicontazione di sostenibilità<sup>79</sup>, esprimere le proprie conclusioni, tra l'altro, sulla conformità alle norme sui criteri di redazione e all'osservanza degli obblighi di informativa previsti dalla Tassonomia.

Il fatto che il recente decreto legislativo di recepimento preveda, oltre all'identità di requisiti, anche che il revisore della rendicontazione di sostenibilità possa essere lo stesso revisore incaricato della revisione legale del bilancio o un diverso revisore legale<sup>80</sup> potrebbe, invero, legittimare il rinvio alle riflessioni esposte sopra a proposito dell'esclusione della sovrapposibilità – quanto all'attività – tra il revisore esterno e il revisore dei conti. Tuttavia, com'è stato osservato, la natura dell'attività di “attestazione” della conformità della rendicontazione della sostenibilità sembra diversa da quella di revisione del bilancio<sup>81</sup>, avallando qualche ulteriore indugio nel confronto tra l'attività in questione e quella del revisore esterno.

Un'indagine di questo tipo dovrebbe, preliminarmente, muovere dall'uso dei due diversi lemmi atteso che occorre stabilire se quello (“attestazione”) di cui alla direttiva *CSRD* possa assumere identico o analogo significato rispetto a quello “revisione” di cui al nostro Regolamento.

La risposta sembra essere di segno negativo. Pur volendo far riferimento, come ha fatto chi si è occupato di approfondire la natura dell'attività di verificare (*rectius*, attestare) la rendicontazione di sostenibilità, al termine contenuto nella versione inglese della precitata direttiva (*assurance*)<sup>82</sup>, già solo sul piano terminologico le due attività paiono assumere una portata differente. A tracciare (ancor più) il *discrimen* sta anche il contenuto dell'attività svolta dall'attestatore e dal verificatore, non essendo imposta, nel Regolamento (e negli Allegati), l'adozione, da parte di questi ultimi, degli *standards* tipici dell'attività di *assurance*<sup>83</sup>.

---

<sup>79</sup> In questi termini dispone l'art. 14-*bis* del d.lgs. n. 39/2010 così come introdotto dal citato decreto di recepimento della direttiva *CSRD*.

<sup>80</sup> Così l'art. 8 del decreto citato alla nota precedente.

<sup>81</sup> Il punto viene dimostrato da F. SALERNO, *Il controllo esterno della rendicontazione di sostenibilità dopo la CSRD*, cit., 102 ss. ove l'A. evidenzia come sia la metodologia applicata nell'attestazione in discorso sia le conclusioni siano ben diverse rispetto a quelle che sono alle base della revisione legale dei conti.

<sup>82</sup> Cfr., partitamente, F. SALERNO, *ivi*, 48 ss.

<sup>83</sup> Il rilievo è, ancora, di F. SALERNO, *ivi*, 61, per il quale «semberebbe quindi davvero opportuno un chiarimento in merito agli standard utilizzabili ai fini delle

Ciò non esaurisce, in ogni caso, il dubbio sull'assimilabilità dei compiti di carattere "attestativo" con l'attività del revisore esterno, atteso che la delimitazione appena compiuta può aver riguardo unicamente alla figura (e alla relativa attività) contemplata dalla direttiva *CSRD*.

Invero, guardando all'ordinamento interno, è nota la presenza, specialmente nel diritto della crisi d'impresa<sup>84</sup>, di un soggetto, connotato da indipendenza<sup>85</sup>, che è tenuto a svolgere un'attività che consiste, essenzialmente, nel controllo dei dati aziendali e nella condivisione di altrui valutazioni, vale a dire il «professionista indipendente»<sup>86</sup>.

In effetti, mentre sulla seconda delle menzionate attività, si potrebbe istituire, almeno astrattamente, una qualche connessione tra il professionista indipendente e il revisore esterno, essendo quest'ultimo chiamato, come detto, a effettuare una valutazione ed emettere un

---

verifiche di competenza dei revisori esterni ed al rapporto con lo standard ISAE 3000 sino ad oggi normalmente utilizzato».

<sup>84</sup> Nel testo non ci si occupa di un'altra previsione che, nel diritto (questa volta) societario, si riferisce all'attestazione intesa come il rilascio di una valutazione finalizzata a fornire rassicurazioni su un aspetto specifico: si pensi all'art. 2343, comma 1, c.c. che richiede all'esperto, in caso di conferimento di beni in natura, una relazione nella quale vi sia «l'attestazione che il loro valore [sia] almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale e dell'eventuale soprapprezzo». Fermo quanto si dirà nel testo, l'interesse per un confronto tra l'esperto che redige la relazione giurata di stima e il revisore esterno non parrebbe foriero di risultati interpretativi degni di nota, attesa l'oggettiva eterogeneità delle attività svolte da ciascuno dei due soggetti.

<sup>85</sup> L'art. 2, comma 1, lett. o) impone il rispetto di requisiti che escludono ogni forma di collegamento (di parentela e professionale) con il debitore attinto dalla procedura, prescrivendo, segnatamente, che il professionista indipendente «soddisfi congiuntamente i seguenti requisiti: 1) essere iscritto all'albo dei gestori della crisi e insolvenza delle imprese, nonché nel registro dei revisori legali; 2) essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile; 3) non essere legato all'impresa o ad altre parti interessate all'operazione di regolazione della crisi da rapporti di natura personale o professionale (...)».

<sup>86</sup> Seppure caratterizzato dal requisito dell'indipendenza, non è, invece, ipotizzabile un confronto tra il verificatore esterno e l'esperto nominato nell'ambito della composizione negoziata della crisi, avendo quest'ultimo un compito ben diverso da quello assegnato al primo, ovvero quello di facilitare le trattative tra il debitore e i creditori (v., in tal senso, la stessa definizione di cui all'art. 2, comma 1, lett. o-bis, del Codice della crisi).

parere; nel caso del revisore esterno, pare, invece, mancare il controllo sui dati (e, su tutto, l'attestazione sulla veridicità degli stessi): il revisore esterno non risulta intestatario del dovere di verificare le informazioni (né la loro veridicità) poste a fondamento della scheda informativa o delle altre relazioni.

Intrattenendoci, ancora, con il diritto della crisi d'impresa, analoghe funzioni "attestative" sono altresì assegnate a un altro ente contraddistinto dal requisito dell'indipendenza, ovvero all'organismo di composizione delle crisi da sovraindebitamento (o, *breviter*, OCC), la cui vigente disciplina, accanto al compito già individuato, intesta all'OCC, in sintesi, la funzione di ausilio (per la ristrutturazione dei debiti)/assistenza (per la liquidazione del patrimonio) nella fase d'accesso alle diverse procedure, di svolgimento di adempimenti pubblicitari, di accesso alle banche dati, di tenuta dei rapporti con i creditori e, infine, di esercizio dell'attività di vigilanza (e di soluzione delle eventuali difficoltà insorte) nella fase esecutiva delle procedure.

In altra sede, è stata avanzata la tesi della natura pubblicistica di un siffatto ente, privilegiando, in particolare, la (espressa) qualificazione di articolazione interna dell'ente (pubblico) costituente<sup>87</sup>. La somiglianza da quest'ultimo punto di vista (su cui *infra*) e la necessità che l'OCC, che è scelto dal debitore, risolva le situazioni di conflitto d'interesse rispetto agli affari trattati potrebbe avvicinare l'ente in discorso al revisore esterno. Tuttavia, sarebbe da considerare decisiva – in senso contrario – la (troppo) dilatata diversità di compiti (e ciò vale in generale e non solo per la richiamata funzione "attestativa").

In conclusione, pur potendo ravvisare nell'indipendenza una costante che accomuna le diverse figure esaminate a quella del revisore esterno<sup>88</sup>, quest'ultimo resta collocato in un segmento autonomo, con

---

<sup>87</sup> Sia consentito rinviare, per la dimostrazione della tesi (e per un approfondimento sui compiti dell'OCC), a D. DE FILIPPIS, *La natura pubblica dell'organismo di composizione della crisi*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 494 ss.

<sup>88</sup> Osserva, opportunamente, F. SALERNO, *Il controllo esterno della rendicontazione di sostenibilità dopo la CSRD*, cit., 118, come «l'indipendenza, quale necessaria condizione in assenza della quale il controllo non può assolvere la sua funzione, assume un generale rilievo sistemico che consente di ipotizzare l'esistenza di "un unico concetto" che, pur nella diversità dei soggetti coinvolti e della tipologia dei controlli, pone in maniera generalizzata "l'esigenza di limitare il rischio di trovarsi in condizioni di dipendenza nei confronti di coloro verso i quali si rivolge l'attività di vigilanza"».

l'assegnazione di una funzione di revisione che, allo stato, non risulta riconducibile ad alcuno dei modelli già sperimentati dell'ordinamento, permettendo di insistere, ancora, nella ricerca della funzione che il revisore potrebbe venire a rivestire nell'ecosistema della finanza sostenibile.

Prima di farlo, però, è necessario svolgere un ulteriore cenno ai controlli assegnati, nell'EUGBR, all'Autorità di vigilanza a partire, come detto, dalla registrazione per l'ingresso del revisore esterno nel "mercato" che ci occupa.

### 5. *Il ruolo dell'ESMA*

In generale, l'attribuzione all'ESMA della vigilanza diretta non è una novità, potendosi richiamare, per esempio, quanto previsto, per la stessa Autorità, proprio con riferimento alle agenzie di *rating*<sup>89</sup>; seguendo un'analogia impostazione, il Regolamento intesta, allora, alla predetta Autorità una nutrita messe di competenze.

Difatti, accanto alla registrazione (e alla sua revoca<sup>90</sup>), all'ESMA vengono, nello specifico, assegnati poteri di indagine e di ispezione sui revisori esterni. I primi consistono nella possibilità, accordata ai funzionari dell'ESMA, di esaminare documenti o altro materiale pertinente all'esecuzione dei compiti affidati al revisore, convocare e chiedere spiegazioni oppure organizzare audizioni<sup>91</sup>. Con le ispezioni in loco, l'ESMA può svolgere, anche senza preavviso, ispezioni presso i locali, i terreni e gli immobili delle persone giuridiche cui la stessa Autorità può richiedere informazioni<sup>92</sup>.

Propedeutica all'esercizio di siffatti poteri è, per l'appunto, la richiesta di informazioni che l'Autorità può rivolgere finanche a «qualsiasi persona direttamente coinvolta nelle attività di valutazione del revisore esterno» o a «chiunque agisca o si presenti come un revisore esterno, senza essere registrato come tale»<sup>93</sup>, dovendo

---

<sup>89</sup> Per una riflessione sull'argomento v. M. LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 448 ss.

<sup>90</sup> I motivi che possono condurre alla revoca della registrazione sono indicati, partitamente, dall'art. 59, par. 2, EUGBR.

<sup>91</sup> Sulle indagini generali cfr. l'art. 55 dell'EUGBR.

<sup>92</sup> S'occupa delle ispezioni in loco l'art. 56 dell'EUGBR.

<sup>93</sup> In questi termini è l'art. 54, par. 1, lett. d) e g), EUGBR.

l’Autorità medesima, nondimeno, dichiarare la finalità della richiesta, specificare le informazioni pretese e indicare altresì la sanzione pecuniaria potenziale «laddove le risposte alle domande poste siano inesatte o fuorvianti»<sup>94</sup>.

In caso di commissione di violazioni quali, tra le altre, il mancato rispetto delle norme sull’organizzazione interna (e, quindi, sull’indipendenza), la presentazione di false dichiarazioni al momento della presentazione della domanda di registrazione, la mancata trasmissione di informazioni, «il fatto di ostruire o non conformarsi ad un’indagine»<sup>95</sup>, le misure di vigilanza consentono all’Autorità l’adozione di una decisione che potrebbe comportare la già menzionata revoca della registrazione, il divieto temporaneo, per il revisore stesso, di esercitare l’attività, l’irrogazione di sanzioni pecuniarie<sup>96</sup> o di penalità di mora<sup>97</sup>.

Indubbiamente, il fatto di aver accentrato le competenze (e i poteri sanzionatori) in capo a un’unica autorità non può che comportare, com’è stato osservato, la formazione di una condizione di parità di trattamento dei revisori esterni stabiliti nei diversi Stati insieme a una riduzione dei costi per i revisori stessi, i quali traggono vantaggio, per di più, dall’aver un’unica autorità di vigilanza in luogo di una pluralità di autorità nazionali, con il (potenziale) rischio, in quest’ultimo caso, di una frammentazione sul piano normativo e della vigilanza<sup>98</sup>. In più, all’ESMA viene, in svariate norme, attribuita una competenza a elaborare schemi o progetti di norme tecniche con il (chiaro) obiettivo di favorire un’applicazione, per l’appunto, uniforme del Regolamento<sup>99</sup>.

---

<sup>94</sup> Cfr., sempre, l’art. 54, par. 2, EUGBR, ma v. pure, nello stesso senso, il par. 3 che vale per la fornitura di informazioni mediante decisioni.

<sup>95</sup> Così l’art. 60, par. 1, lett. d), EUGBR. Le altre violazioni indicate sono pure contemplate dalla predetta norma.

<sup>96</sup> Per la commisurazione della sanzione pecuniaria si rinvia all’art. 60 dell’EUGBR.

<sup>97</sup> In base a quanto previsto dall’art. 61 dell’EUGBR, la penalità di mora viene inflitta per obbligare una persona a porre termine a una violazione oppure a fornire, in maniera completa, le informazioni richieste mediante decisione oppure a sottoporsi a un’indagine o a un’ispezione.

<sup>98</sup> L’osservazione è di N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 41.

<sup>99</sup> Sotto questo profilo, è da tenere presente che l’ESMA ha avviato – di recente – una consultazione, rivolta principalmente a soggetti che si candidano a divenire

Vero è, però, che le Autorità nazionali non vengono, del tutto, estromesse dalla vigilanza, concentrandosi quest'ultima unicamente nei riguardi degli emittenti. Il Regolamento in commento attribuisce, infatti, all'autorità competente dello Stato membro d'origine designata ai sensi dell'articolo 31 del già citato Regolamento (UE) 2017/1129 (*i.e.*, per l'Italia, la Consob) la vigilanza sugli emittenti per il rispetto degli obblighi di trasparenza e, quindi, dei precetti relativi alla scheda informativa e alle relazioni sull'allocazione dei proventi e sull'impatto (*v. supra*).

Nell'esercizio della vigilanza, i poteri delle autorità competenti afferiscono, sostanzialmente, all'osservanza degli obblighi informativi e, quindi, consentono all'Autorità di richiedere agli emittenti di pubblicare le schede informative e di diffondere revisioni e valutazioni e, sul piano "sanzionatorio", sospendere un'offerta in caso di «motivi ragionevoli per sospettare che l'emittente» non abbia rispettato uno degli obblighi informativi oppure, nei casi più gravi, proibire un'offerta o, ancora, sospendere o proibire la pubblicità da parte dell'emittente. Non mancano, d'ipotesi, poteri equivalenti a quelli dell'ESMA quali, specialmente, la possibilità di effettuare indagini o ispezioni<sup>100</sup>.

Nella prospettiva del coordinamento tra autorità competenti, il Regolamento prevede comunque lo scambio di informazioni e la cooperazione nelle indagini, nella vigilanza e nel contrasto delle violazioni<sup>101</sup>, con l'assegnazione all'ESMA altresì di un potere "di ultima istanza" per l'ipotesi in cui un'autorità competente respinga una richiesta di cooperazione oppure non dia seguito alla richiesta «entro un termine ragionevole»<sup>102</sup>.

Il (sintetico) quadro così tracciato restituisce l'idea di un apparato di vigilanza in grado di realizzare un *enforcement* di tipo pubblicistico, con la peculiarità di porre i "controllori" (= i revisori esterni) sotto la

---

revisori esterni e agli emittenti (o associazioni che raggruppano questi ultimi), con lo scopo di consentire all'Autorità di sviluppare norme tecniche con riguardo a: (a) requisiti dell'alta dirigenza; (b) sana e prudente gestione; (c) conoscenze analitiche; (d) esternalizzazione delle attività e dei moduli di valutazione; (e) modelli e procedure per la registrazione.

<sup>100</sup> I poteri delle autorità competenti sono elencati all'interno dell'art. 45 dell'EUGBR.

<sup>101</sup> Alla cooperazione tra autorità competenti è dedicato l'art. 46 dell'EUGBR, ma *v. pure* gli artt. da 47 a 53 dello stesso Regolamento.

<sup>102</sup> Cfr. l'art. 46, par. 5, dell'EUGBR.

vigilanza di un'unica Autorità sopranazionale, lasciando – per il rispetto, da parte dell'emittente, delle regole di carattere informativo – spazio a quelle di ogni singolo Stato membro.

In mancanza di questo binomio regolatorio, la disciplina da ultimo dettata non si sarebbe discostata di molto da quella adottata in modo volontario che, nei termini esposti poco prima, prevede, analogamente, l'utilizzo di una "certificazione" e il ricorso a forme di revisione esterna (anche se, nel modo, variamente articolate).

#### 6. I "controlli" nella disciplina sui green bonds: pubblico e privato nell'ecosistema della finanza sostenibile

In senso critico rispetto alla soluzione di apprestare ai precetti contenuti nel Regolamento sulle obbligazioni verdi un sistema di controlli di tipo pubblicistico è stato, tuttavia, osservato come tale vigilanza potrebbe rivelarsi insufficiente per raggiungere sia gli obiettivi ambientali sia quelli dei mercati finanziari. Si sostiene, partitamente, che, una volta consentito all'emittente di fregiarsi del "marchio", i titolari degli strumenti emessi sarebbero generalmente privi di efficaci meccanismi di *private enforcement* relativi agli stessi titoli<sup>103</sup>.

Di segno contrario è, invece, quell'opinione che, sposando la tesi della *hybridity* tra governo privato e regolazione pubblica, sostiene che, nella materia dei *green bonds*, occorrerebbe coinvolgere i privati nei processi normativi e di applicazione delle regole, poiché il predetto ibridismo pubblico-privato consentirebbe di evitare di imporre ai partecipanti al mercato costi di adeguamento particolarmente elevati, nonché migliorerebbe la produzione normativa<sup>104</sup>.

Sta di fatto che quest'ultima opzione interpretativa non pare più praticabile nell'attuale contesto normativo stante l'evoluzione, in ambito europeo, nel senso di lasciare agli emittenti (privati) un ruolo, a quanto pare, marginale e, nella specie, limitato alla possibilità di partecipare alle forme di consultazione che le Autorità competenti e l'ESMA intendono avviare per implementare una disciplina cui,

<sup>103</sup> L'opinione riferita nel testo è di M. PYKA, *The EU Green Bond Standard: a plausible response to the deficiencies of the EU Green Bond Market?*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2023, spec. 633.

<sup>104</sup> La tesi è di S. KIM PARK, *op. cit.*, 38 ss.

altrimenti, gli stessi emittenti sono assoggettati se intendono “colorare” di verde i propri titoli.

Ciò non implica, però, l’adesione all’altra opinione che è stata riferita. Il profilo della vigilanza (o, se si preferisce, dei controlli) e quello del *private enforcement* (o, anche, della responsabilità) non paiono, invero, sovrapponibili e, al contrario di quanto si sostiene, la regolazione così come concepita dal Regolamento potrebbe aiutare a realizzare gli obiettivi (sia pure ambiziosi) che la transizione ecologica si prefigge di raggiungere.

Il doppio livello di controlli pubblici permetterebbe, in particolare, l’emancipazione dal difettoso funzionamento dei meccanismi di revisione e di vigilanza sulla revisione che caratterizzano i *Green Bond Principles* e i *Climate Bonds Standard* a cui si è, in precedenza, fatto cenno. A monte, non è neppure trascurabile che le regole che l’emittente è tenuto ad applicare non rappresentano il frutto della scelta autonoma dell’emittente di sottoporsi a una disciplina formatasi, in via convenzionale, in seno a un’associazione di categoria o a un’istituzione privata bensì trattasi di norme di diritto positivo. E, in questa logica, pare porsi anche la scelta di regolare (e vigilare) la revisione esterna.

Più nello specifico, la revisione esterna si appalesa come uno strumento pensato – anche nell’ambito della disciplina convenzionale – a presidio della correttezza dell’informazione che l’emittente fornisce all’investitore, con l’obiettivo di prevenire fenomeni “distorsivi” ai quali si è precedenza accennato (v., su tutti, il *greenwashing*).

Nel contesto delle obbligazioni verdi europee, la funzione della revisione esterna appare dunque, ulteriormente, connotarsi: (i) da un lato, quale forma di garanzia per gli investitori, (ii) dall’altro, a sua volta, soggetta a un controllo di tipo pubblicistico affidato a un’unica Autorità di vigilanza, senza contare che, come detto, l’informazione veicolata dall’emittente subisce comunque un controllo da parte delle (singole) autorità competenti.

In questa prospettiva, non parrebbe ardito sostenere che la scelta compiuta all’interno del Regolamento di recente conio colloca la revisione esterna in una posizione mediana tra il privato e il pubblico: l’emittente sceglie il revisore esterno ma quest’ultimo, oltre a dover essere registrato, deve svolgere il proprio compito in modo indipendente, divenendo, a sua volta, parte integrante (o, se si preferisce, il primo “filtro”) di quel “sistema” di controlli (pubblici) già

descritto.

Una collocazione, in effetti, non nuova se si pensa alla scelta effettuata, sempre in sede sovranazionale, a proposito dell'attestazione di conformità (v. *supra*), sicché siffatte soluzioni paiono sintomatiche, con buona probabilità, del (più generale) convincimento che l'effettiva realizzazione degli obiettivi posti dalla finanza sostenibile non sia affidata unicamente all'emittente o alle società che sono tenute all'informativa sulla sostenibilità ma, accanto a questi, a soggetti indipendenti in grado di valutare il rispetto, perlomeno con riguardo ai profili informativi, di quegli obiettivi. In tal modo, si permetterebbe altresì al diritto (e alla verifica della sua effettiva applicazione) di riacquistare terreno rispetto al governo (*rectius*, regolazione) delle fattispecie (verdi e sostenibili) della finanza. Costatazione (a quanto pare, non scontata) che conferma quanto si diceva in sede di premessa a proposito delle linee evolutive della sostenibilità e della finanza sostenibile e verde.

Le conclusioni raggiunte a proposito della funzione della revisione esterna non consentono di risolvere, in radice, (tutte) le criticità che potrebbero emergere.

Per quello che interessa in questa sede, potrebbe rivelarsi, a tacer d'altro<sup>105</sup>, problematica la gestione dei profili di responsabilità diretta del revisore esterno nei confronti del titolare di obbligazioni verdi europee; profilo che non sembra essere stato affrontato nel Regolamento: non è mancato chi ha sostenuto la necessità di introdurre un meccanismo di responsabilità civile simile a quello applicato alle agenzie di *rating*, che opererebbe in modo “decentralizzato” e consentirebbe agli investitori “verdi” di intraprendere le proprie azioni

---

<sup>105</sup> In dottrina, in senso critico, è stato fatto altresì l'esempio dell'opinione negativa espressa nell'ambito della revisione esterna sulla relazione d'impatto la quale potrebbe sì essere utile nel senso di formare una reputazione negativa in capo all'emittente, ma ciò non impedirebbe agli investitori di disinvestire: così E. CERRATO GARCÍA, F. AGOSTINI, *The green bonds market in the light of European Commission's Proposal: implications for greenwashing liability*, in *Greening the Bond Market. A European Perspective*, D. Ramos Muñoz, A. Smolenska (a cura di), Palgrave Macmillan, 2023, 156, i quali aggiungono come «especially negative opinions could be a particularly powerful tool to discourage investors from financing certain issuances or certain companies, although a negative external review does not necessarily lead to conclude that such a bond will not become part of a portfolio of mixed assets to be sold on the secondary market».

quando vengono danneggiati, rafforzando, così, in generale il livello di applicazione delle norme da poco introdotte<sup>106</sup>.

---

<sup>106</sup> Tale proposta è stata avanzata da N. MARAGOPOULOS, *op. cit.*, 47.