



Corso di laurea in Economia e Management
Cattedra di “Regolazione Finanziaria e Innovazione”

*Finanza sostenibile e trasparenza informativa:
l’impatto di greenwashing e greenhushing sulla
fiducia nei mercati ESG*

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Stefano Moretti (Matr. 287841)

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Indice

<i>Introduzione</i>	4
<i>Capitolo 1</i>	6
<i>DATI ESG E REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA</i>	6
1.1 Finanza sostenibile e ruolo dei fattori ESG	6
1.2 Evoluzione delle politiche di sostenibilità: dal Rapporto Brundtland all’Accordo di Parigi.....	9
1.3 Il piano d’azione dell’Unione Europea sulla finanza sostenibile: la ratio legis ...	12
1.4 Il quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile: obiettivi e strumenti principali.....	15
<i>Capitolo 2</i>	19
<i>IL FENOMENO DEL GREENWASHING</i>	19
2.1 Definizione e origine del <i>greenwashing</i>	19
2.2 Impatti del <i>greenwashing</i> sul mercato e sugli investitori	24
2.2.1 Responsabilità multiple e frammentazione normativa nella prevenzione del <i>greenwashing</i>	24
2.2.2 Conseguenze sugli investitori e sulla fiducia nei mercati ESG	28
2.3 Strumenti normativi di contrasto al <i>greenwashing</i>	32
2.3.1 Tra normativa primaria e secondaria	32
2.3.2 Le criticità del modello	35
2.4 Verso un rafforzamento del contrasto al <i>greenwashing</i> : scenari normativi futuri	38
<i>Capitolo 3</i>	43
<i>IL FENOMENO EMERGENTE DEL GREENHUSHING</i>	43
3.1 Definizione e origine del <i>greenhushing</i>	43
3.2 Quando il silenzio conviene: le motivazioni del <i>greenhushing</i>	45
3.3 Rischi connessi alla diffusione del <i>greenhushing</i> e <i>litigation</i>	49
3.4 <i>Greenhushing</i> : il prossimo orizzonte della regolazione ESG.....	54
<i>Conclusioni</i>	61
Bibliografia e sitografia	63

Introduzione

Con la crescente rilevanza della sostenibilità sotto ogni sua forma, il sistema finanziario ha iniziato a modificarsi di conseguenza, rimodellando tutte le sue strutture fondative al fine di creare un contesto più equo, inclusivo, e compatibile con prospettive di crescita orientate al benessere collettivo, in accordo con le esigenze delle generazioni future.

Questo nuovo approccio sostenibile alla finanza si concretizza nell'integrazione dei fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*) nei principali meccanismi che guidano il processo di investimento e le strategie aziendali, entrambi ormai svincolati da una logica strettamente legata al mero profitto economico, a favore di questi nuovi caratteri.

Le varie istituzioni dell'Unione Europea, percependo una crescente pressione derivante dalla rilevanza degli impatti che tale fenomeno stava generando sulle tradizionali logiche di mercato, sono passate da un approccio di *wait and see*, volto allo studio e all'analisi del fenomeno, ad uno di vera e propria regolazione.

Tra le varie disposizioni approvate emergono l'introduzione di standard minimi di trasparenza, obblighi di *reporting*, di *compliance* e il rispetto di principi coerenti con la preservazione dell'ecosistema. Tutti questi interventi sono finalizzati a ridurre l'asimmetria informativa tra i vari operatori e a promuovere il corretto funzionamento di un regime di libera concorrenza vigilata, con l'obiettivo di massimizzare il benessere collettivo e superare i fallimenti di mercato legati alla scarsa trasparenza informativa e ai comportamenti fraudolenti e opportunistici.

A causa dell'emersione di fenomeni come quello del *greenwashing* e, più di recente, del *greenhushing*, si rischia non solo di compromettere gli sforzi e i risultati già ottenuti in materia di sostenibilità, ma anche di minare la fiducia degli stessi consumatori, ostacolando di conseguenza l'effettivo raggiungimento della transizione verde.

Il presente elaborato ha l'obiettivo di analizzare criticamente l'evoluzione delle politiche di sostenibilità, attraverso una prima introduzione agli strumenti europei utilizzati in questo contesto. Successivamente, l'analisi si concentrerà più nello specifico su queste due fattispecie, prendendo in considerazione gli attori coinvolti, le modalità di azione, nonché la *ratio legis* e l'efficacia del quadro normativo vigente in materia di finanza sostenibile, con specifico riferimento anche alle nuove sfide regolatorie che il legislatore europeo potrebbe dover affrontare in un futuro non molto lontano.

L'obiettivo finale è riflettere sulla centralità della trasparenza nell'ambito della finanza e dei mercati in generale, ma in particolare in un contesto in cui gli interessi degli operatori appaiono mutati e orientati verso obiettivi di valore superiore. Si intende analizzare eventuali lacune normative e punti di forza della disciplina europea, per garantire che la transizione verde sia realmente auspicabile, efficace e inclusiva.

Capitolo 1

DATI ESG E REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

1.1 Finanza sostenibile e ruolo dei fattori ESG

La crescente *financialization* dei mercati, ovvero l'accrescimento dell'influenza della finanza sull'economia reale, ha portato il mondo contemporaneo ad essere caratterizzato da una sempre più ampia interconnessione tra stabilità finanziaria, sociale e ambientale.¹ Questo intreccio lascia presagire che il novero di fenomeni connessi al rischio del mercato finanziario assume una rilevanza trasversale, generando ripercussioni anche al di fuori del proprio settore di origine e influenzando il sistema in un'ottica generalizzata.

Proprio per questo motivo anche i fenomeni sociali appaiono oggi strettamente collegati agli obiettivi propri della stabilità finanziaria, risultando funzionali sia a scopi di carattere efficientistico-allocativo sia al perseguimento di obiettivi social-distributivi.

In tale contesto la finanza sostenibile, ovvero l'applicazione all'attività finanziaria del concetto di sviluppo responsabile, emerge come risposta alle sfide globali, promuovendo un approccio alla crescita compatibile con le esigenze delle generazioni presenti e future. In quest'ottica i fattori ESG - ambientali (*Environmental*), sociali (*Social*), e di governo societario (*Governance*) - si pongono all'interno del processo e delle logiche di investimento, indirizzando grandi quantità di capitali verso progetti e asset sostenibili nel lungo periodo.²

Tale fenomeno, emerso rapidamente nell'ultimo decennio, vede quindi affiancarsi ai tradizionali obiettivi di efficienza e profitto principi come la protezione dell'ambiente e il rispetto dei valori etici e sociali, che indirizzano il comportamento degli investitori verso scelte di finanziamento e d'investimento razionali e sostenibili. Infatti, nonostante lo scopo lucrativo rimanga il fine ultimo dell'attività economica, l'equilibrio dell'intero sistema è perseguibile solamente grazie all'inclusione sociale e ambientale, mezzo necessario per una crescita di lungo periodo.³

¹ T. Lagoarde-Segot, *Financialization: Towards a new research agenda*, in *International Review of Financial Analysis*, Maggio 2017.

² Banca d'Italia, *Finanza sostenibile*, <https://economieapertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile>, consultato il 03/03/2025.

³ M. Pellegrini, *Diritto Pubblico dell'economia*, Capitolo XVIII, CEDAM, 2023.

Nonostante tale indirizzo si sia rapidamente evoluto in tempi recenti, una primordiale forma di investimento “responsabile” risale a circa due secoli fa, quando il movimento metodista⁴ si oppose ad investimenti in aziende il cui *core business* era rappresentato da beni considerati da loro immorali, quali ad esempio armi e tabacco. Alle origini, infatti, erano gli obiettivi filantropici ed etici propri di fondazioni benefiche e organizzazioni religiose a guidare l’interesse degli investitori verso la finanza sostenibile.⁵

Più di recente, il fenomeno ha subito una crescita esponenziale a seguito del mutamento degli interessi del pubblico degli investitori, soprattutto grazie al passaggio da un modello *shareholder*-centrico ad uno *stakeholder*-centrico. Secondo questa visione, si supera la tradizionale convenzione secondo cui sostenibilità e profitto siano in contrasto, apprendendo invece che l’evoluzione verso lo *stakeholderism* non rappresenta un *trade-off* con la creazione di valore, bensì punta alla generazione di ricchezza per la società nel suo complesso.

Una prima modalità di sviluppo per l’affermazione di tematiche sostenibili nel mercato finanziario è sicuramente l’introduzione di pratiche *ESG attentive* all’interno della *governance* aziendale. Con questo si intende che l’alta direzione delle grandi imprese azionarie è sempre più conscia e attenta alle plurime istanze provenienti da vari gruppi eterogenei di *stakeholders*, essendo questo un passaggio fondamentale nella crescita di lungo periodo e nella prevenzione di nuove crisi sistemiche.

Su questa direttrice si colloca il celebre intervento di Punit Renjen, ex amministratore delegato della multinazionale di servizi professionali Deloitte, il quale, in qualità di portavoce dell’intera organizzazione, ha affermato che le imprese motivate da uno scopo sociale superiore sono destinate ad essere più solide sul mercato e ad avere maggiore successo (*doing good is good for business*). Secondo l’ex CEO, la vera sfida è tradurre tali obiettivi in azioni concrete, al fine di generare un benessere sufficientemente ampio da poter essere condiviso dall’azienda con l’intera società.⁶

⁴ Per movimento metodista si intende un raggruppamento religioso che abbraccia varie sette del mondo protestante, dedito a meditare la Bibbia in comunione per lo scambievole controllo morale e religioso. Su: <https://www.treccani.it/enciclopedia/metodismo/>

⁵ F. Panetta, *Finanza sostenibile: trasformare la finanza per finanziare la trasformazione*, su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125_1~2d98c11cf8.it.html, consultato il 06/03/2025

⁶ Forbes, *Why Doing Good Is Good For Business*. Su: <https://www.forbes.com/sites/deloitte/2020/01/21/why-doing-good-is-good-for-business/>

Per supportare al meglio la crescita del flusso di capitali indirizzato nei confronti di investimenti sostenibili, ad oggi si cerca di influenzare, supportare e dare modo agli investitori del mercato di integrare i fattori ambientali, sociali e di governo societario (ESG) nell'allocazione del capitale e nella gestione del proprio portafoglio.⁷

Il pensiero comune guidato dai *policy makers* e dagli investitori istituzionali vira dunque sempre più approfonditamente nei confronti di tali tematiche, e di conseguenza anche verso quelle riguardanti la *Corporate Social Responsibility* (CSR), con cui alle imprese viene chiesto di farsi carico di tutte le conseguenze derivanti dal perseguimento della propria attività, rendicontando le possibili esternalità generate sull'ambiente circostante.⁸ Nonostante però in Occidente le tematiche relative alla sostenibilità ambientale e sociale siano ormai ritenute tra le più rilevanti che le imprese debbano affrontare durante il percorso di rinascita post pandemia⁹, una modifica al nucleo duro della finanza e quindi anche alle aspettative degli azionisti è da considerare un obiettivo abbastanza arduo, essendo il fine ultimo dell'investitore ancora legato ad un mero ritorno economico, che sia il più immediato possibile.

Entra qui in gioco la crescente necessità di procedere ad una ridefinizione dei criteri che presiedono una finanza con finalità in precedenza poco attenzionate¹⁰, e di rendere l'investimento in *Socially Responsible Investments* (SRI) e in strumenti direttamente collegati a progetti sostenibili (*sustainability-linked products*) sempre più sicuro e consapevole.

Il fatto che sia un fenomeno relativamente nuovo e al contempo in rapida evoluzione comporta rischi e criticità, dovuti in particolare alla scarsa regolamentazione specifica sul tema. Ciò rende la definizione di un quadro normativo finalizzato ad assicurare la sana e prudente gestione dei rischi, nonché l'efficienza del mercato, un obiettivo primario. Infatti, l'Unione Europea, con il Piano d'Azione del 2018¹¹ e, successivamente, con

⁷ World Bank Document, *Who Cares Wins, 2004–08*. Su: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PUBLIC.pdf>

⁸ Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, *Responsabilità sociale delle imprese e delle organizzazioni*. Su: <https://www.lavoro.gov.it/temi-e-priorita/terzo-settore-e-responsabilita-sociale-imprese/focus-on/responsabilita-sociale-imprese-e-organizzazioni/pagine/default>

⁹ A. Miglietta, *ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo*, su <https://journals.francoangeli.it/index.php/cgrds/article/view/12675>, consultato il 09/03/2025

¹⁰ F. Capriglione, *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, Rivista di Diritto Bancario. Su: https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/capriglione_2024.pdf

¹¹ Nel marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato un "Piano d'Azione per la finanza sostenibile in cui sono indicate le strategie per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno

l'*European Green Deal*, ha delineato una strategia che include al suo interno una varietà di strumenti mirati alla valorizzazione degli investimenti sostenibili, alla gestione del rischio finanziario collegato a problemi sociali e ambientali e, infine, al rafforzamento della *disclosure*, al fine di ridurre al minimo comportamenti fraudolenti e opachi.¹²

Si rende quindi necessario il lavoro del legislatore nel creare un quadro normativo *ad hoc*, che tenga in considerazione le crescenti interconnessioni tra mercati, società e ambiente. L'attore pubblico nel contesto di promozione dell'investimento in prodotti direttamente o indirettamente sostenibili deve assicurarsi di rivestire un ruolo di primo piano su due direttrici principali: come emittente di titoli e come creatore di un quadro normativo in grado di identificare gli standard minimi per qualificare un dato investimento come sostenibile. Per quanto riguarda il primo aspetto si fa riferimento, ad esempio, all'emissione dei BTP *green*, titoli di stato italiani comparsi per la prima volta nel marzo 2021. La peculiarità di questa tipologia di investimenti è che i proventi da essi derivanti sono destinati alle spese sostenute dai vari Stati emittenti per il supporto della transizione ecologica¹³. In riferimento al secondo aspetto, invece, l'attore pubblico assume il ruolo di legislatore e supervisore, impegnandosi nella definizione di una visione regolamentata di insieme per i prodotti sostenibili presenti sul mercato, al fine di agevolare il corretto dispiegarsi delle pratiche finanziarie connesse alla sostenibilità.

Tali strumenti, consolidati in indici standardizzati di classificazione e normative specifiche in materia, saranno al centro dell'analisi che verrà strutturata all'interno dei prossimi paragrafi.

1.2 Evoluzione delle politiche di sostenibilità: dal Rapporto Brundtland all'Accordo di Parigi

Come già precedentemente accennato, fino al 2019 l'assenza di un quadro normativo unificato «aveva reso i mercati finanziari di prodotti sostenibili una sorta di *wild west*

sviluppo sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale. Su: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>

¹² Carlo De Grandis, *Climate Financial Rating: dagli obblighi di reporting legati alla sostenibilità ambientale, sociale, di governance ai criteri fissati nella tassonomia UE*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, Giappichelli, 2023. Su: <https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/openaccess/9791221151091.pdf?srsId=AfmBOOpRvnNxEWcET5FG5XBplQHELGuRpivqNnH2khWqDy1Jznse1DT>

¹³ Ministero dell'Economia e delle Finanze, *BTP Green*. Su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/

opaco»¹⁴, essendo stati ampiamente esposti a fenomeni di abusi, pratiche ingannevoli e manipolazioni informative. Tuttavia, le riforme avvenute negli ultimi decenni e la progressiva creazione di un sistema di regole, sia a livello nazionale che europeo, trovano le proprie radici in un contesto ben più lontano, caratterizzato da un'evoluzione progressiva delle politiche globali in materia di sostenibilità.

Primo tra tutti, nel 1987 venne pubblicato *Our common future*, il documento conclusivo della Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo, presieduta da Gro Harlem Brundtland, da cui prende il nome di Rapporto Brundtland. Esso si presentò come un passaggio fondamentale nell'introduzione, all'interno dello scenario politico e legislativo internazionale, del concetto di sviluppo sostenibile, da esso definito come «uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri»¹⁵. Ancora oggi questo documento viene considerato uno dei capisaldi delle riflessioni internazionali sulle questioni ambientali e sul loro livello di influenza sugli equilibri socioeconomici, avendo influenzato significativamente tutti i documenti e le conferenze globali che lo hanno seguito.

Di lì a poco la tematica della sostenibilità si è rapidamente evoluta estendendosi in numerosi ambiti e consolidandosi, ad esempio, nella creazione dei *Millennium Development Goals* (MDGs), otto obiettivi che gli Stati membri delle Nazioni Unite si impegnarono a perseguire e raggiungere entro il 2015.¹⁶ Tra essi figurano la promozione della parità di genere, la riduzione delle disuguaglianze e la sostenibilità a livello sociale e ambientale. Nonostante alcuni paesi abbiano registrato significativi passi in avanti, altri si sono dimostrati piuttosto in ritardo nel raggiungimento degli obiettivi, rispetto al livello di partenza registrato nel 1990. Proprio a causa della distanza temporale dalla loro creazione originaria, si è ben presto avvertita la necessità di una ridefinizione e aggiornamento degli stessi, che ha dato luogo all'introduzione dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile. Questa nuova prospettiva adottata in accordo tra tutti i paesi membri delle Nazioni Unite ha portato alla nascita dei *Sustainable Development Goals* (SDGs),

¹⁴ Carlo De Grandis, *Climate Financial Rating: dagli obblighi di reporting legati alla sostenibilità ambientale, sociale, di governance ai criteri fissati nella tassonomia UE*, cit.

¹⁵ Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, *L'Agenda 2030 e il contesto internazionale*, su: <https://www.mase.gov.it/pagina/il-contesto-internazionale#:~:text=Nel%20Rapporto%20Brundtland%20%C3%A8%20contenuta,future%20di%20soddisfare%20i%20propri%E2%80%9D>.

¹⁶ World Health Organization, *Millennium Development Goals (MDGs)*, disponibile su: [https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/millennium-development-goals-\(mdgs\)](https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/millennium-development-goals-(mdgs))

un progetto più ampio che estende il numero degli obiettivi e invita i vari Stati ad agire nell'ottica di una *partnership* globale.¹⁷ Ogni anno, il Segretario Generale delle Nazioni Unite presenta un report basato sui dati prodotti dai vari istituti nazionali di statistica e su informazioni collezionate a livello regionale, al fine di mostrare il grado di raggiungimento specifico per ciascuno dei 17 obiettivi facenti parte dell'Agenda 2030.

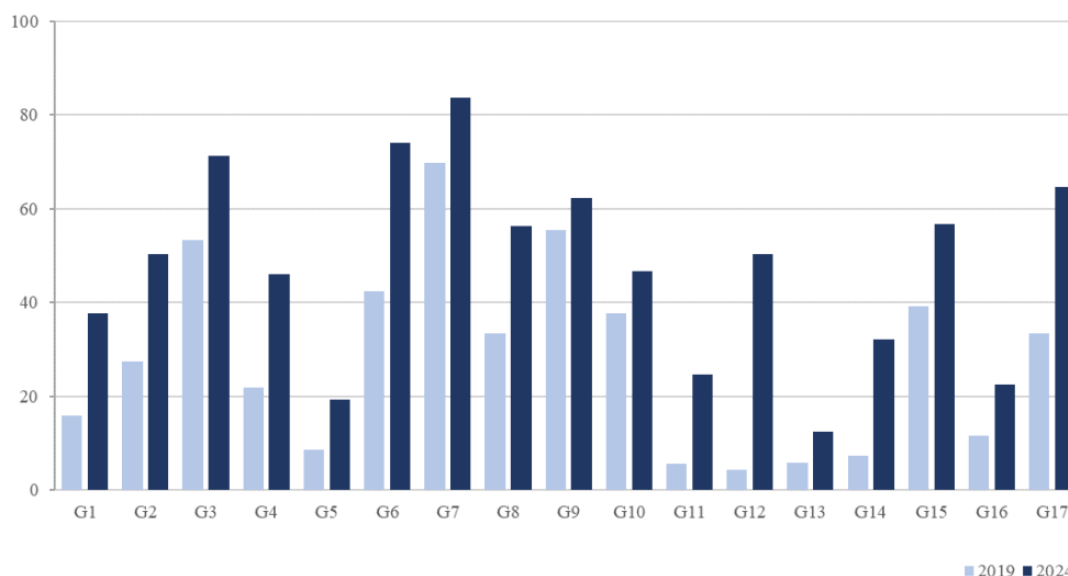


Figura 1: Proporzione di Paesi o aree con dati disponibili (almeno due rilevazioni dal 2015), a confronto tra il database del 2019 e quello del 2024, per ciascun Obiettivo di Sviluppo Sostenibile (SDG).¹⁸

Un'altra tappa fondamentale in questo processo è rappresentata dall'Accordo di Parigi¹⁹, trattato internazionale stipulato nel 2015 durante la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC). Questo atto vincola giuridicamente i 196 Paesi partecipanti ad intraprendere le azioni necessarie per la lotta al cambiamento climatico, con l'obiettivo di limitare il riscaldamento globale ed affrontarne gli effetti, cercando di raggiungere la neutralità climatica entro la metà del secolo.²⁰

¹⁷ United Nations, *THE 17 GOALS*, disponibile su: <https://sdgs.un.org/goals>

¹⁸ United Nations, *The Sustainable Development Goals Report 2024 – Progress towards the SDGs: advanced unedited version*, disponibile su: <https://unstats.un.org/sdgs/files/report/2024/SG-SDG-Progress-Report-2024-advanced-unedited-version.pdf>

¹⁹ Il testo integrale dell'Accordo è disponibile sul sito istituzionale UN Climate Change all'indirizzo https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf

²⁰ Consiglio dell'Unione europea, *Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici*, disponibile su: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/paris-agreement-climate/>

Sia il perseguimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), sia il rispetto dei vincoli temporali previsti dall'Accordo di Parigi, richiedono ingenti investimenti, stimati fino a sei mila miliardi ogni anno a livello globale. Queste cifre ci permettono di capire come non sia possibile attingere esclusivamente ai bilanci pubblici degli Stati, rendendo invece necessario anche un coinvolgimento massiccio di capitali privati, i quali appaiono ancora oggi ampiamente canalizzati verso *asset* non sostenibili. Al livello dell'Unione Europea, un esempio rilevante è rappresentato dal programma *Next Generation EU*, che, tramite l'erogazione di finanziamenti invita gli Stati membri ad attuare, attraverso i Piani di Ripresa e Resilienza (PNRR), riforme finalizzate al perseguimento delle cosiddette "transizioni gemelle", quella verde e quella digitale.²¹

Per quanto riguarda invece il fondamentale ruolo che risiede nei capitali privati, esso permette di comprendere quanto sia cruciale, in questo contesto, il ruolo del sistema finanziario, il quale è chiamato a riorganizzarsi attraverso strumenti innovativi. Per mezzo di essi si punta a dirottare in misura sempre maggiore gli investimenti da industrie con un tasso elevato di esternalità negative sull'ambiente a progetti più verdi.

Nei paragrafi successivi si analizzeranno le principali riforme introdotte a livello europeo per definire il quadro normativo in materia di finanza sostenibile, a partire dai criteri comuni elaborati per l'identificazione delle attività economiche sostenibili, con l'obiettivo primario di garantire maggiore trasparenza e affidabilità al mercato.

1.3 Il piano d'azione dell'Unione Europea sulla finanza sostenibile: la ratio legis

Tramite una comunicazione emanata dalla Commissione Europea l'8 marzo 2018, è stato pubblicato il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, con l'obiettivo di fornire le basi per una strategia globale in materia di finanza "verde". Tra gli obiettivi presenti all'interno del piano grande rilevanza è data al riorientamento dei flussi di capitali verso investimenti sostenibili, al fine di valorizzare una crescita che sia il più possibile inclusiva. La stessa Commissione, tuttavia, riconosce che questo fine debba fondarsi su una comprensione olistica del concetto di ecosostenibilità, che deve essere riscontrabile in maniera evidente nelle attività e negli investimenti ai quali si fa riferimento. Uno dei

²¹ 6 L. Ammannati, A. Canepa, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia. Disponibile su: http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2022_04_RTDE_supplemento.pdf

principali motivi alla base di questa evidenza è la natura sistemica delle sfide ambientali a livello globale, che necessita quindi dell'adozione di un approccio lungimirante ed universalmente condiviso. Secondo il Piano d'Azione questo linguaggio comune si concretizza in un sistema unificato di classificazione, la cosiddetta "tassonomia", atta a definire ciò che può essere considerato sostenibile e a identificare le maggiori aree a cui orientare tali investimenti.²²

Un'ulteriore azione proposta si riferisce alla creazione di marchi di sostenibilità certificati dalle varie autorità nazionali e dall'Unione Europea, un metodo di classificazione che permetterebbe agli investitori interessati di individuare in maniera agevole gli investimenti compatibili con il rispetto dei criteri ambientali e sociali.

Tuttavia, l'assunzione a fondamento di questi marchi di criteri eterogenei e non unificati a livello europeo, porterebbe il pubblico ad essere scoraggiato nell'investire in modo transfrontaliero, a causa delle possibili difficoltà riscontrabili durante il confronto della grande quantità di prodotti presenti sul mercato. Al contrario, una maggiore armonizzazione normativa consentirebbe agli operatori economici di raccogliere più facilmente anche fondi provenienti da territori fuori dai confini nazionali, con il conseguente aumento di investimenti sostenibili transfrontalieri nell'Unione Europea.²³

Il Piano d'Azione, inoltre, grazie alla creazione di un gruppo di esperti in materia, prevedeva l'obbligo per gli investitori istituzionali di tenere conto dei fattori ESG all'interno del processo decisionale di investimento, e per le società di aumentare la comunicazione in materia, tentando di allineare l'importanza delle informazioni finanziarie tradizionali con quelle extra-finanziarie.

Con il progredire del tempo, ed in seguito all'avvento di alcuni "cigni neri"²⁴ di enorme portata, come la pandemia da COVID-19 e l'aggressione russa all'Ucraina, le istituzioni europee hanno preso coscienza della necessità di generare una risposta unitaria e solidale per superare le gravi crisi economiche e sociali che divagavano ormai a livello globale.²⁵

²² European Union, *Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita*, disponibile su: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_18_1404

²³ REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL DEL CONSIGLIO, 18 giugno 2020. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

²⁴ Come i sociologi chiamano gli eventi catastrofici imprevedibili, generatori di emergenze di vario tipo: sanitarie, ambientali, economiche e geopolitiche.

²⁵ Amoroso S., *Diritto Pubblico dell'economia*, cit. LA "COSTITUZIONE ECONOMICA".

È in quest'ottica di necessario rinnovamento che si inserisce il rilancio del Piano d'Azione dell'Unione Europea, quando nel 2021 a Strasburgo vennero poste le basi per un riallineamento dei punti della precedente strategia con le necessità emerse a seguito dei nuovi eventi globali, e per la recente introduzione dell'European Green Deal, accelerando così la tanto auspicata transizione ecologica.

Un punto focale presente all'interno di questa nuova versione del Piano, definita "*Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*", è il riconoscimento del ruolo fondamentale della finanza sostenibile quale strumento di ripresa efficace dalla recente pandemia. Di fatti attraverso il *Next Generation EU* (NGEU)²⁶, l'Unione mira non solo a sostenere gli Stati membri nel clima post crisi sanitaria, ma anche ad investire fino a 750 miliardi di euro in progetti per affrontare la crisi climatica e a sostegno della biodiversità in generale. È interessante sottolineare che il 30% dell'intero fondo sarà raccolto tramite l'emissione di obbligazioni verdi, e che anche l'*European Investment Bank* (EIB)²⁷ sta compiendo passi significativi a sostegno della transizione ecologica, in veste di "banca europea per il clima".²⁸

Si può infine affermare che, nel giro di pochi anni, sono stati compiuti grandi progressi nella creazione delle fondamenta del quadro della finanza sostenibile, con il raggiungimento della maggior parte degli obiettivi fissati dal primo Piano d'Azione e il suo successivo aggiornamento, reso necessario dal clima geopolitico profondamente rinnovato.

Al fine di disporre dei mezzi necessari per lo studio dei fenomeni che saranno trattati nei capitoli successivi, si procede ora all'analisi dei principali strumenti adottati in ambito europeo in materia di finanza sostenibile.

²⁶ Strumento temporaneo pensato per stimolare la ripresa, costituisce il più ingente pacchetto di misure di stimolo mai finanziato in Europa. Per ricostruire l'Europa dopo la pandemia di COVID-19 è stato stanziato un totale di 2 018 miliardi di euro a prezzi correnti*. L'obiettivo è un'Europa più ecologica, digitale e resiliente. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_it

²⁷ La Banca europea per gli investimenti (BEI) promuove gli obiettivi dell'Unione europea fornendo finanziamenti, garanzie e consulenza a lungo termine in relazione a progetti pertinenti. [https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/17/la-banca-europea-per-gli-investimenti#:~:text=La%20Banca%20europea%20per%20gli%20investimenti%20\(BEI\)%20promuove%20gli%20obiettivi,gli%20Stati%20membri%20dell'UE.](https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/17/la-banca-europea-per-gli-investimenti#:~:text=La%20Banca%20europea%20per%20gli%20investimenti%20(BEI)%20promuove%20gli%20obiettivi,gli%20Stati%20membri%20dell'UE.)

²⁸ Commissione Europea, *Strategia per la finanza sostenibile – Strategia rinnovata 202*, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1&format=PDF

1.4 Il quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile: obiettivi e strumenti principali

Un fondamento essenziale della strategia europea, e di conseguenza del quadro normativo vigente in materia di finanza sostenibile, è rappresentato dalla Tassonomia²⁹, un regolamento che, tramite l'identificazione di criteri oggettivi, punta ad una classificazione rigorosa e quantificata del fattore di sostenibilità presente nelle attività economiche del mercato. Essa è considerata infatti un riferimento di base per valutare l'allineamento tra i progetti di investimento e gli obiettivi di transizione ecologica e sostenibile, con il duplice scopo di fornire riferimenti in merito al posizionamento delle imprese in relazione alle componenti ambientali e sociali, e per valutare indirettamente il livello di sostenibilità degli investimenti finanziari.

Come già accennato in precedenza, la *ratio* alla base dell'introduzione di questa misura risiede nella necessità di disporre di un ampio novero di *benchmark* relativi alle prestazioni extra-finanziarie delle imprese, con il duplice obiettivo di aumentare la trasparenza e fornire una guida per tutti gli attori del mercato basata su criteri scientifici oggettivi.

Nonostante la Tassonomia UE sia stata effettivamente introdotta dal Regolamento (UE) 2020/852, che rappresenta la norma madre volta a fornire un quadro di insieme e a fissare i principali obiettivi, i dettagli tecnici sono stati poi in seguito ampliati e modificati da una serie di atti delegati che completano la normativa di base. Partendo da quest'ultima, essa definisce in prima battuta i sei obiettivi ambientali per determinare l'ecosostenibilità di una specifica attività, ovvero:

1. Mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. Adattamento ai cambiamenti climatici;
3. Uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
4. Transizione verso un'economia circolare;
5. Prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
6. Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.³⁰

²⁹ REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL DEL CONSIGLIO, 18 giugno 2020. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

³⁰ *Relazione Di Sostenibilit  Dell'opera - Requisiti DNSH*, 16 aprile 2024, disponibile su: https://www.hlserviziocloud.it/pgt/sites/default/files/users/013144/ATTI/D78H21000480007/PE+CSE_Ro ggia-

In seguito, il regolamento introduce due soglie di performance ambientale che le suddette attività economiche devono rispettare per poter essere considerate sostenibili:

- I. La contribuzione sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali, secondo i criteri tecnici specificati nei successivi atti delegati;
- II. Il rispetto del principio del “non arrecare danno significativo” (*Do Not Significant Harm* - DNSH), che impone che lo svolgimento dell’attività economica non pregiudichi il raggiungimento di nessuno degli obiettivi ambientali introdotti in precedenza.

È interessante notare come questo ultimo principio sia stato successivamente ripreso nel febbraio 2021 con il Regolamento (UE) 2021/241³¹, istitutivo dei vari piani nazionali di ripresa e resilienza, che stabilisce l’obbligo di rispettare il principio del DNSH anche nelle misure intraprese in linea con queste nuove strategie. Il Regolamento fornisce indicazioni dettagliate su come l’attuazione delle riforme e degli investimenti inclusi nel piano avrebbero dovuto garantire il rispetto concreto di tale principio, in conformità di quanto previsto ai sensi dell’articolo 17 del regolamento (UE) 2020/852.

La tassonomia si applica in prima battuta a quei macrosettori responsabili della grande maggioranza delle emissioni di gas a effetto serra nell’ambito dell’Unione Europea, assegnando ad un *advisory body* di esperti la creazione di indicazioni specifiche per diversi ambiti di settori produttivi e di società civile.

I criteri di vaglio tecnico stabiliti da questo regolamento non si applicano ai fondi di investimento o alle imprese nel loro complesso, bensì alle singole attività produttive da esse svolte. Una volta individuate le attività allineate con tali criteri, si può calcolare il loro peso in termini economici rapportando il valore ad esse associato al valore complessivo dell’impresa. I valori economici che fungono da fattore ponderante utilizzabili per questa misurazione sono:

1. Il fatturato o giro d’affari (*turnover*), che riflette i ricavi generati dalle attività sostenibili. Questo indice risulta particolarmente utile per investitori orientati ad acquistare azioni dell’impresa, essendo collegato al capitale di rischio della stessa

Molinara_Aggiornamento_PDF/09_RELAZIONE%20DI%20SOSTENIBILITA'%20DELL'OPERA%20DNSH_Rev.1.pdf

³¹ REGOLAMENTO (UE) 2021/241 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 12 febbraio 2021. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R0241>

- (*Equity*) ed essendo in grado quindi di fornire informazioni sull'allineamento ecosostenibile a livello di impresa;
2. Gli investimenti (*CapEx*), per valutare l'ammontare delle risorse destinate agli investimenti sostenibili futuri, aprendo la valutazione ad una visione ambientale di medio-lungo periodo;
 3. I costi operativi (*OpEx*), ovvero i costi ricorrenti legati al *core business*. Essi esprimono l'impatto delle operazioni aziendali, rappresentando un indice della *performance* ambientale lungo l'intera catena del valore (*supply chain*).

La Tassonomia UE è concepita come uno strumento di reindirizzamento dei capitali privati verso investimenti sostenibili, essendo un riferimento ad oggi vincolante per le attività di *reporting* e comunicazione delle imprese riguardo le informazioni di carattere non direttamente finanziario. L'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) supporta direttamente l'azione dell'Unione, contribuendo alla creazione degli standard di rendicontazione non finanziaria richiesti dalle imprese.

Tra i regolamenti europei adottati per incoraggiare gli investimenti sostenibili si distingue per importanza la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)³², entrata in vigore il 10 marzo 2021 con l'obiettivo di disciplinare l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, richiedendo obblighi di informativa rafforzati. Tramite questo Regolamento si richiedono ai gestori patrimoniali e ai consulenti di investimento delle informative specifiche a livello aziendale, riguardanti l'impegno nella limitazione dei rischi di sostenibilità e nella mitigazione degli effetti negativi connessi a fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG).³³

Accanto alla SFDR, si trova la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), recepita nell'ordinamento italiano con il Decreto Legislativo 6 settembre 2024, n. 125, ed entrata in vigore successivamente nel tardo settembre dello stesso anno. Essa mira ad equiparare la rilevanza dei parametri ESG con quella riportata all'interno dei bilanci civilistici delle imprese dell'Unione, riconoscendone una naturale connessione.³⁴

³² Regolamento (UE) 2019/2088

³³ J.P. Morgan, *Comprendere il regolamento SFDR: una guida per gli investitori al regolamento dell'Unione Europea relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, Asset Management, su: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

³⁴ PWC, *Corporate Sustainability Reporting Directive: la nuova direttiva che cambia lo scenario ESG*, su: <https://www.pwc.com/it/it/publications/docs/pwc-csrd-nuova-direttiva-scenario-esg.pdf>

A completare il quadro vi sono strumenti come i *Climate Benchmarks*, ovvero parametri di riferimento utilizzati come etichette per qualificare prodotti in linea con i parametri di Parigi o con la transizione climatica³⁵, e la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD) che mira ad estendere l'adozione di un comportamento aziendale sostenibile a tutte le operazioni che compongono la catena di approvvigionamento, proteggendo i diritti umani e creando consapevolezza per tutte le imprese.³⁶

L'analisi introduttiva di questi strumenti verrà ripresa ed approfondita nei capitoli successivi per analizzarne criticamente l'efficacia, essendo il fenomeno del *Greenwashing* e del più recente *Greenhushing* il nucleo tematico dell'analisi che segue.

³⁵ UNEP FI, *EU Climate Benchmarks: All members call*, su: https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2022/02/Climate-Benchmarks_all-members-presentation.pdf

³⁶ Commissione Europea, *Corporate sustainability due diligence*, su: https://commission.europa.eu/business-economy-euro/doing-business-eu/sustainability-due-diligence-responsible-business/corporate-sustainability-due-diligence_en

Capitolo 2

IL FENOMENO DEL GREENWASHING

2.1 Definizione e origine del *greenwashing*

Come già accennato in precedenza, i consumatori oggi dichiarano con sempre maggiore frequenza di essere favorevoli a modificare le proprie scelte di acquisto per perseguire, in prima persona o indirettamente, l'obiettivo di riduzione dell'impatto ambientale e l'adozione di processi sostenibili. Secondo uno studio condotto da IBM, dal 2014 gli investimenti a livello mondiale verso prodotti sostenibili ed eco-responsabili sono aumentati del 68% e superano ad oggi i 30 mila miliardi di dollari. Inoltre, sempre secondo la stessa indagine, tra coloro che affermano che le caratteristiche di ecosostenibilità e il supporto o la pratica dell'attività sostenibile di un prodotto siano fondamentali nel processo di acquisto, oltre sette persone su dieci si dichiarano disposte a pagare un prezzo maggiorato per promuovere questa tendenza.³⁷

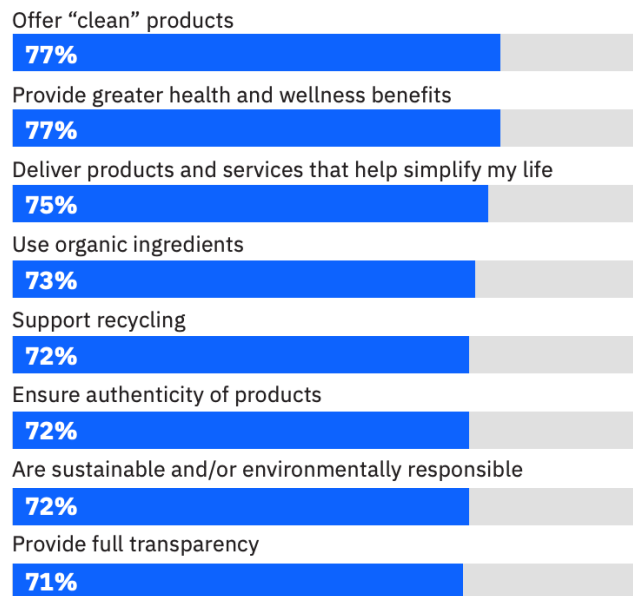


Figura 2: Il grafico mostra la disponibilità dei consumatori a pagare un prezzo più elevato per i marchi che soddisfano le caratteristiche per loro più rilevanti, soprattutto in relazione alla sostenibilità, trasparenza e benessere. Disponibile su: <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XXKX8>

³⁷ IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, disponibile su: <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XXKX8>, consultato il 14 aprile 2025

Da questa riflessione introduttiva si può evincere che gli operatori di mercato si trovano nell'ottica di competere anche su un campo pressoché nuovo, quello della promozione e dell'implementazione di pratiche a carattere ambientale e sociale evidenti nei propri prodotti. Questo nuovo modello di competitività porta tuttavia con sé l'insorgere di una pluralità di rischi connessi, come pratiche distorsive e ingannevoli, atte a catturare l'attenzione del potenziale pubblico.

È in questo contesto che si inserisce il fenomeno del *Greenwashing*, definito come «la tendenza da parte delle imprese a fornire informazioni non sempre corrette in merito all'effettivo impatto ambientale o sociale delle proprie attività, al fine di ingenerare un'erronea rappresentazione nelle menti dei consumatori»³⁸.

La transizione verde è divenuta ormai uno dei primari obiettivi della regolamentazione dei mercati finanziari, bancari ed assicurativi e, di conseguenza, gli operatori finanziari hanno iniziato ad immettere sul mercato prodotti e servizi etichettati come *green*, finalizzati alla promozione di progetti legati alla sostenibilità. Allo stesso tempo, la sempre maggiore attenzione degli organi dell'Unione Europea verso il tema della finanza sostenibile, come abbiamo osservato nel capitolo precedente, si è configurata come un crescendo del numero di regolamentazioni specifiche sul tema, spinte dalla necessità di creare un quadro normativo che garantisca la veridicità delle caratteristiche vantate dai prodotti negoziati.

Essendo la creazione di un sistema finanziario idoneo a favorire la transizione sostenibile l'obiettivo delle recenti regolamentazioni, la responsabilizzazione della controparte professionale, quali istituzioni ed emittenti di vario genere, deve costituire la base di questo processo, in modo tale da eliminare la posizione di svantaggio insita nel soggetto dell'investitore. In questo processo, la grande maggioranza delle tattiche volte ad annientare il *greenwashing* è caratterizzata dalla tendenza ad aumentare l'informativa alle controparti, per ridurre in questo modo l'asimmetria tra investitore e professionista che connota naturalmente questo fenomeno.

Tradizionalmente, ma in particolare in questo contesto, la *disclosure*, intesa come l'accesso da parte dei partecipanti del mercato, quali investitori, emittenti, regolatori ed

³⁸ Davola A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in Rivista di Diritto Bancario, disponibile su: https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/davola.pdf

altri attori a informazioni disponibili per diritto in modo chiaro e tempestivo³⁹, assume nella disciplina dei mercati finanziari un ruolo centrale, non solo in quella europea ma anche a livello globale.

A proposito di *disclosure*, è interessante approfondire alcuni aspetti trattati dal co-direttore dell'istituto di *Law and Economics* della facoltà di giurisprudenza dell'Università della Pennsylvania, Edward Rock, in merito alla regolazione della trasparenza per la negoziazione degli strumenti finanziari negli Stati Uniti. Lo studioso identifica due giustificazioni principali alla base della normazione obbligatoria in ambito di *disclosure*: in primo luogo, essa si è dimostrata necessaria per la protezione dell'investitore e per il mantenimento dell'integrità del mercato dei capitali; in secondo luogo, per prevenire e risolvere importanti fallimenti di mercato correlati all'erogazione e alla raccolta di informazioni.

L'obbligatorietà propria del regime di trasparenza americano, sottolinea Rock, risiede nell'assistere gli emittenti nel loro impegno a divulgare informazioni in modo trasparente e continuo nel tempo, al fine di rendere credibile questo impegno e di evitare che esso venga meno in futuro a causa di mancata convenienza. La metafora della “*lobster trap*” (trappola per aragoste), utilizzata da Rock, esprime perfettamente il concetto di una regolamentazione alla quale risulta agevole aderire spontaneamente, ma dalla quale è allo stesso tempo complicato fuoriuscirne, tipica di quella sottostante al regime di trasparenza.⁴⁰

Guardando alla generale disciplina dei mercati finanziari, è immediato notare la centralità della *disclosure* per una serie di caratteristiche da sempre riconosciute a questo strumento. Tra esse, è bene citare il fatto che si tratti di una regolazione tradizionalmente percepita come poco invasiva, dal momento in cui richiede agli attori del mercato di comunicare apertamente informazioni rilevanti riguardo alla propria attività, senza guidare la loro azione verso un percorso prestabilito.

Al contrario, i meccanismi di *command and control* si discostano da essa e si caratterizzano per l'influenza esercitata sul soggetto regolato tramite l'imposizione di standard che, in forza di legge, sono collegati a rigidi meccanismi sanzionatori per le

³⁹ Borsa Italiana, *Glossario finanziario – Trasparenza*, disponibile su: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/trasparenza.html>

⁴⁰ Rock E., *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, in *Cardozo Law Review*, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=310119>

attività che non si uniformano ad essi⁴¹, risultando così più invasivi e riducendo la libertà di azione.

Inoltre, anche il loro “basso costo” di implementazione per il legislatore e la capacità di promuovere una maggiore stabilità dei mercati, contenendo il fenomeno della volatilità, hanno reso il concetto di trasparenza informativa il cardine centrale della regolazione in tema di mercati finanziari.

Nonostante gli appena citati motivi di rilevanza strategica raggiunti nel tempo dalla regolazione in materia di trasparenza nei mercati finanziari, è doveroso sottolineare come la dottrina abbia, in tempi più recenti, messo in discussione le fondamenta concettuali di questo fenomeno, tramite l'emersione di studi sulla finanza comportamentale e sull'individuo, che mostrano la *disclosure* come uno strumento sovrastimato.

Prima fra tutte, l'applicazione della teoria della razionalità limitata di Herbert Simon alla finanza ha messo in luce come gli individui riescano ad utilizzare la loro razionalità solo in modo limitato, a causa della complessità dei problemi che supera la loro capacità di analisi e ragionamento.⁴²

La *disclosure*, in questo contesto, passa quindi in secondo piano perché, secondo queste teorie, i soggetti destinatari non sono propriamente in grado di percepire e sfruttare a loro vantaggio le informazioni provenienti dal mercato, rendendo questa strategia inefficace rispetto all'obiettivo da raggiungere. Inoltre, il concetto viene ulteriormente rafforzato dagli studi in merito “*all'information overload*”⁴³, che mostrano come spesso rilasciare un maggior numero di informazioni non sia sinonimo di scelta più consapevole, ma, al contrario, porti l'investitore a essere soggetto a una maggiore indecisione di fronte alle infinite possibilità di scelta presenti sul mercato.⁴⁴

Per combattere il fenomeno del *greenwashing*, l'Unione Europea ha proceduto a integrare il novero di strumenti predisposti in materia con la recente Direttiva 2024/825 (Direttiva *Greenwashing*), che mira a rafforzare la protezione dei consumatori nei confronti di tali

⁴¹ Vannini R., *Command and control*, Treccani, disponibile su: [https://www.treccani.it/enciclopedia/command-and-control_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/command-and-control_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

⁴² Egidi M., *Razionalità limitata*, in Sistemi Intelligenti, gennaio 2003, disponibile su: https://www.researchgate.net/publication/320608645_Razionalita_limitata

⁴³ Agnew J.R., Szykman L.R., *Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience*, maggio 2004, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=1142932>

⁴⁴ Si veda, in merito a questo concetto, lo studio condotto da Iyengar e Lepper negli anni 2000, secondo cui i consumatori sono spesso più attirati da espositori con un numero minore di prodotti perché in tal modo la scelta di acquisto viene semplificata e appare più consapevole.

pratiche scorrette e ingannevoli, promuovendo il già citato strumento della trasparenza per tutte le aziende. Nello specifico, è di interesse per la nostra analisi la sezione in cui viene ripreso l'allegato I della direttiva 2005/29/CE⁴⁵, denominato "*pratiche commerciali considerate in ogni caso sleali*", al fine di aggiornarlo e renderlo più attuale in relazione all'ormai mutato panorama internazionale. Tra le pratiche che il suddetto regolamento individua, è importante citare:

1. L'affermazione, da parte di un professionista del settore, di essere firmatario di un codice di condotta, ove effettivamente non lo sia;
2. L'esibizione di un marchio di sostenibilità che non sia effettivamente certificato o stabilito da autorità pubbliche;
3. La possibilità di esprimere asserzioni ambientali è limitata ai casi in cui sia effettivamente dimostrabile l'eccellenza a esse riconosciuta;
4. È proibito affermare in base a mere compensazioni il fatto che un prodotto abbia un impatto neutro o ridotto sull'ambiente, in termini di emissioni di gas a effetto serra.
5. Non è consentito utilizzare i requisiti imposti per legge in materia di trasparenza e conformità alla sostenibilità per presentare categorie di prodotti come tratto distintivo della propria offerta⁴⁶.

Nel suo complesso, la direttiva, che dovrà essere recepita dagli Stati membri entro marzo 2026, punta a costituire un passo fondamentale affinché tutti i consumatori possano compiere decisioni di acquisto informate, in un mercato che cerca di preservare l'ambiente e compiere progressi verso la transizione verde.

A tal fine, i consumatori non dovrebbero essere tesi in inganno riguardo alle caratteristiche ambientali o sociali relative ad un determinato prodotto e, per questo, si modifica di conseguenza l'articolo 6, paragrafo 1, della Direttiva 2005/29/CE, aggiungendo queste ultime alle qualità per cui le azioni di un operatore economico possono essere considerate ingannevoli in una valutazione caso per caso.

⁴⁵ DIRETTIVA 2005/29/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 11 maggio 2005, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005L0029>

⁴⁶ DIRETTIVA (UE) 2024/825 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 28 febbraio 2024, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202400825

Si procede ora ad analizzare l'impatto del *greenwashing* sul mercato e sugli investitori, nonché l'efficacia degli obblighi informativi predisposti dalle istituzioni dell'Unione Europea per contrastare questo fenomeno.

2.2 Impatti del *greenwashing* sul mercato e sugli investitori

2.2.1 Responsabilità multiple e frammentazione normativa nella prevenzione del *greenwashing*

La direttiva appena analizzata, però, non si propone di affiancare alla figura del consumatore, destinatario della normativa, quella più specifica dell'investitore, aggiungendo misure specifiche in campo finanziario per integrare la risposta al *greenwashing* in campo strettamente commerciale.

Al contrario, una disciplina più incentrata sul tema della responsabilità delle società e degli amministratori è quella contenuta nella Direttiva sulla *Due Diligence*, che impone agli Stati membri di intervenire in caso di mancato rispetto delle pratiche di diligenza. Di fatti, una giurisprudenza più sensibile alle pratiche legate alla sostenibilità è ritenuta necessaria in questa prospettiva di transizione verde, piuttosto che affidarsi al libero esplicarsi della giurisdizione naturale, legata ad ordinamenti poco sensibili nei confronti di queste tematiche.

È evidente come il legislatore abbia introdotto un approccio *forward-looking* alla base di questa normativa, ovvero la capacità di predisporre una pianificazione preventiva di possibili rischi futuri, al fine di attenuare e porre rimedio a quelli che sono gli impatti negativi potenziali individuati nell'articolo 8. A valorizzare questo assunto interviene il considerando numero 42, che esplicita la doverosità, per le imprese, di tenere conto in maniera preventiva di zone di conflitto o ad alto rischio, come ad esempio quelle relative ai diritti umani contenuti nella Carta di Nizza o agli aspetti ambientali.⁴⁷ Ciò si sostanzia nella predisposizione di misure di contenimento del rischio in un'ottica *ex ante*, piuttosto che in una mera logica di reazione, non solo rispetto a diritti oggettivi, ma anche ad interessi ampiamente diffusi, tenendo conto di indirizzi preimpostati come il programma

⁴⁷ DIRETTIVA (UE) 2024/1760 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 13 giugno 2024, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202401760

delle Nazioni Unite intitolato “*Heightened Human Rights Due Diligence for Business in Conflict-Affected Contexts. A Guide*”⁴⁸.

Parlando quindi nello specifico dell’aspetto finanziario, l’investitore si sostituisce al consumatore commerciale e, allo stesso tempo, la figura del produttore o del commerciante si sviluppa verso quella più specifica di operatori, emittenti ed intermediari attivi in questo settore.

Se la Direttiva *Greenwashing* attribuisce conseguenze di carattere giuridico sul piano delle responsabilità, nell’ambito prettamente finanziario la questione si fa più complessa, dal momento che non si evidenzia esplicitamente il perimetro delle responsabilità in capo agli operatori né la loro connessione con la violazione delle regole. Infatti, già dal momento della definizione dei soggetti coinvolti, si dirama un novero di sottocategorie dovuto alla specificità degli obblighi e diritti in capo ad ognuno di essi.

Ad esempio, in merito agli operatori bancari, per i quali la sostenibilità può riguardare sia l’erogazione di finanziamenti connessi a fattori ESG sia l’intermediazione di investimenti green, l’articolo 111-bis, comma 3, del Testo Unico Bancario, denominato “*Finanza etica e sostenibile*”, fornisce indicazioni per identificare gli operatori bancari strettamente connessi a queste tematiche. Nonostante tali riferimenti dell’articolo rimangano sommari e approssimativi, essi ricomprendono, in questo novero di soggetti, tutti coloro che, oltre ad essere autorizzati allo svolgimento dell’attività bancaria secondo l’articolo 10 del TUB, basano il proprio *credit scoring* su standard etici internazionalmente riconosciuti, adottano come sistema di *governance* un modello altamente democratico e partecipativo, e destinano almeno il 20% dei propri crediti ad organizzazioni senza scopo di lucro.⁴⁹

Una diversa e ulteriore indicazione in materia potrebbe provenire dal rapporto dell’ESMA, l’autorità di vigilanza dei mercati finanziari dell’unione europea, intitolato “*Guidelines on Mifid II product governance*”, che spesso si rivolge ai vari operatori distinguendo tra *distributor* e *manufacturer*. Analizzando però la definizione di quest’ultimo soggetto, si può facilmente notare come non faccia esplicitamente riferimento al concetto di emittente. Nel paragrafo 2.3 del documento, infatti, la definizione si concentra sul soggetto che crea, sviluppa e struttura un determinato

⁴⁸ Disponibile su: https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-06/UNDP_Heightened_Human_Rights_Due_Diligence_for_Business_in_Conflict-Affected_Context.pdf

⁴⁹ Banca D’Italia, *Testo Unico Bancario*, versione aggiornata alla legge 11 marzo 2025, n. 28, disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

prodotto finanziario, anche prima che esso sia stato effettivamente emesso⁵⁰, il che lo porta a differenziarsi dal tradizionale emittente formale.

Risulta quindi chiaro che, per quanto riguarda il sistema finanziario, compare una molteplicità di attori diversi, tra cui emittenti, intermediari, consulenti, e tutti quei soggetti impegnati nella certificazione e nel *rating* ESG delle imprese, ai quali si aggiungono società e amministratori richiamati dalla già citata Direttiva sulla *Due Diligence*.⁵¹

I principali obblighi che ricadono su questi operatori riguardano soprattutto la corretta informazione nei confronti dell'investitore, sia nella fase antecedente sia in quella successiva alla stipula del contratto. La rendicontazione da parte delle società, in questo caso, si intende compresa nel piano della *double materiality*, portandole a considerare il proprio impatto sull'ambiente al pari dell'impatto che i problemi relativi alla sostenibilità esercitano sulla società nel suo complesso.⁵²

Un ruolo di particolare importanza è rivestito dai soggetti implicati nell'elaborazione di *benchmark* ai fini della rendicontazione delle attività ESG. I *rating* che ne derivano misurano le *performance* di carattere ambientale e sociale delle società emittenti, utilizzando diversi strumenti finalizzati a valutare il loro grado di sostenibilità.

Nonostante la prospettiva internazionale abbia assistito ad un notevole incremento, l'eccessivo indirizzamento della regolamentazione verso i mercati finanziari e i prodotti ESG ha impedito, fino ad ora, la definizione di una normativa condivisa in merito ai *rating* relativi a questi fattori.

A tal proposito, il recente Regolamento (UE) 2024/3005, in materia di trasparenza delle attività di *rating* ESG, punta a colmare tale vuoto normativo, sottoponendo le attività dei fornitori di questi giudizi a rigidi standard applicativi e al controllo e autorizzazione dell'ESMA. Il fine ultimo, anche in questo caso, si riconferma essere la massimizzazione

⁵⁰ ESMA, *Guidelines on Mifid II product governance*, paragrafo 2.3 "Definitions", disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance.pdf

⁵¹ Bassi A., Lamandini M., Mollo G., Troisi A., Vella F., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, paragrafo 4.2 "I soggetti obbligati nei confronti degli investitori", disponibile su: <https://www.astrid-online.it/static/upload/qg33/qg33.pdf>

⁵² Global Reporting Initiative, *Double materiality. The guiding principle for sustainability reporting*, disponibile su: <https://www.globalreporting.org/media/rz1jf4bz/gri-double-materiality-final.pdf>

del benessere degli investitori, prevenendo fenomeni di *greenwashing* e qualsiasi altro tipo di disinformazione.⁵³

In assenza di una regolamentazione specifica per i fornitori di tali servizi all'interno dell'Unione, il punteggio finale attribuito a una singola società potrebbe variare in maniera considerevole, rendendo obsoleto o nullo il fine ultimo dell'attività di *rating*. Inoltre, proprio questa disparità potrebbe favorire fenomeni di *greenwashing* o pratiche correlate, e si cerca infatti di limitare il potere che le singole società oggetto del *rating* possono esercitare sui soggetti attivi nella loro valutazione, riducendo così il rischio di cattura.

Per quanto riguarda invece la verifica della conformità delle informazioni relative ai *Sustainability Report*, che le imprese utilizzano per mostrare al panorama dei possibili investitori le proprie informazioni extra finanziarie, tra cui la propensione verso pratiche *green*, essa è affidata ad un soggetto abilitato, come un revisore legale dei conti o un fornitore indipendente accreditato ai sensi della Direttiva CSRD.⁵⁴

In generale, quindi, la problematica riguarda anche l'assetto organizzativo alla base delle imprese stesse, dove ogni ruolo, a partire dagli amministratori fino ad arrivare agli organismi predisposti al controllo interno, è ricompreso nel procedimento di formazione delle dichiarazioni di sostenibilità.

Per concludere, dall'analisi dei soggetti sui quali ricade la responsabilità di evitare che l'investitore sia esposto a pregiudizi determinati da casi di *greenwashing* o pratiche similari, emerge come questa responsabilità sia ripartita tra un ampio novero di attori, all'interno di un sistema al quale sono connessi fattori sia positivi che negativi.

Il fatto che i soggetti obbligati siano molteplici rappresenta, da un lato, un apparente vantaggio per gli investitori, per il fatto che la tutela nei loro confronti è affidata a più soggetti, e dall'altro un notevole svantaggio per gli ordinamenti, che devono predisporre norme *ad hoc* per ciascuna tipologia di soggetto.⁵⁵

⁵³ REGOLAMENTO (UE) 2024/3005 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 27 novembre 2024, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202403005

⁵⁴ DIRETTIVA (UE) 2022/2464 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 14 dicembre 2022, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

⁵⁵ Bassi A., Lamandini M., Mollo G., Troisi A., Vella F., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, cit. paragrafo 4.2 "I soggetti obbligati nei confronti degli investitori"

2.2.2 Conseguenze sugli investitori e sulla fiducia nei mercati ESG

Come già precedentemente accennato, guardando ad un'ottica temporale recente, le preferenze degli investitori risultano mutate e indirizzate sempre maggiormente verso organizzazioni e prodotti finanziari che si mostrano promotori di fattori ESG e pratiche ad essi correlate.

Il *green marketing* è ormai rappresentativo di una pratica consolidata e complessa di comunicazione tra gli attori dei mercati finanziari, in cui si punta a mostrare alla totalità del mercato come le azioni svolte al suo interno non siano correlate a potenziali impatti negativi sull'ambiente o sulla società.

John Grant, con la stesura del suo “*Green Marketing Manifesto*” del 2007, ha posto l'attenzione sulla persona, per indagare come le strategie di comunicazione siano volte a dirottarne l'attitudine e la sensibilità verso scelte “indispensabili per il futuro”⁵⁶.

Nonostante gli sforzi provenienti dai numerosi e già analizzati attori del sistema e dalle recenti regolamentazioni europee in materia, la realizzazione di un linguaggio armonizzato per la sostenibilità non ha ancora raggiunto la sua massima maturità. Ciò è evidente nella disparità tra gli operatori che dichiarano e integrano effettivamente i fattori ESG nei propri prodotti e quelli che, nonostante l'etichettatura *green* attribuita ai propri servizi, lasciano inalterati i principi alla base della loro creazione, produzione e distribuzione. Il contenzioso legato al *greenwashing* risulta infatti ancora in divenire⁵⁷ e, se da un lato non si ottengono risultati positivi in termini di benessere superiore, dall'altro la reale problematica risulta essere il manifestarsi di effetti negativi che incombono direttamente sulla platea degli investitori.

Di contro, anche quando i soggetti destinatari dei prodotti di investimento risultano ben informati, gli aspetti legati ai *bias* cognitivi e alla complessità delle decisioni da prendere risultano determinanti. Tali fattori distorsivi sono infatti inclusi nell'approccio diretto alla tutela dell'investitore e da considerare quindi nella fase di valutazione.

Per poter trattare in maniera adeguata il tema delle tutele, si ritiene necessario portare l'attenzione sulla distinzione tra investitori professionali ed investitori *retail*, inquadrando

⁵⁶ Grant J., *Green marketing: Il manifesto*, 2007.

⁵⁷ Bassi A., Lamandini M., Mollo G., Troisi A., Vella F., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, cit. paragrafo 3.1 “*Greenwashing ed emittenti*”

per entrambi la connessione con gli interessi ESG, che oggi si affiancano ai tradizionali interessi finanziari legati al mero ritorno economico e al profitto.

L'ESMA identifica l'investitore professionale come colui che, possedendo i giusti requisiti di conoscenza, competenza ed esperienza, è in grado di valutare in maniera corretta e autonoma i rischi connessi alle proprie decisioni di investimento. Inoltre, nel contesto della Direttiva MiFID II, sono elencate le varie categorie di soggetti da ricomprendere sotto tale definizione, tra cui assumono particolare rilievo:

- Le grandi imprese, ovvero tutte quelle società che, in base a requisiti dimensionali come totale di bilancio, fatturato e fondi propri, possono essere così qualificate;
- Il governo ed altri organismi pubblici, tra cui enti che gestiscono il debito pubblico a livello nazionale o regionale, banche centrali e organizzazioni internazionali;
- Investitori istituzionali di altra natura che integrano, come attività principale, l'investimento in strumenti finanziari, come società di cartolarizzazione o altri veicoli impegnati in operazioni di finanziamento.⁵⁸

Dall'altro lato, invece, è presente la categoria dei cosiddetti investitori *retail*, ovvero tutti coloro che, per scelta o per incompatibilità con i requisiti richiesti, non possono rientrare nella precedente sezione.⁵⁹

Partendo da questa distinzione, il Regolamento (UE) 2017/565 integra la Direttiva MiFID II con l'obiettivo di migliorare la regolamentazione dei mercati finanziari, garantendo una maggiore protezione degli investitori. Nello specifico, nel considerando numero 63 si evidenzia come gli obblighi di informazione predisposti nei confronti dei clienti professionali debbano essere meno rigorosi rispetto a quelli previsti per i clienti al dettaglio, al fine di determinare un equilibrio corretto tra gli obblighi di comunicazione e la tutela degli investitori⁶⁰. Questo principio asimmetrico si esplica, ad esempio, nel minor grado di chiarezza e correttezza richiesto per le informazioni destinate ai clienti

⁵⁸ ESMA, *MiFID II - Annex II*, disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/annex-ii#:~:text=In%20the%20course%20of%20that,following%20criteria%20shall%20be%20satisfied>

⁵⁹ Percorso Finanza, *La classificazione della clientela*, disponibile su: <https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorso-approfondito-risparmio-investimenti/mifid/classificazione-clientela/#:~:text=La%20clientela%20al%20dettaglio%20o,profilatura%20e%20compilazione%20del%20questionario>

⁶⁰ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2017/565 DELLA COMMISSIONE, 25 aprile 2016, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R0565#:~:text=,per%20i%20clienti%20al%20dettaglio>

professionali, o nel maggior grado di dettaglio richiesto per l'informativa personalizzata destinata al cliente *retail*, più bisognoso di possedere una visione complessiva della dinamica dei costi e del loro impatto sul rendimento atteso.

Tuttavia, la normativa consente al cliente considerato professionale di poter accedere a un livello di protezione maggiore qualora ciò sia ritenuto necessario per una gestione adeguata dei rischi connessi. La richiesta di accesso ad un livello di protezione più elevato è rimandata alla stipulazione di un accordo, in base al quale, ai fini del regime di condotta aziendale applicabile, si effettua il *downgrade* del soggetto, in vista di una maggiorazione dei benefici che ne possono derivare.⁶¹

Se quanto descritto riguarda la generalità delle misure previste per gli investitori attivi nei mercati regolamentati, con l'integrazione dei fattori ESG negli investimenti sono emerse nuove sfide regolamentari, che necessitano comunque di tale distinzione tra soggetti per disporre di adeguati strumenti di tutela.

Se si guarda alle recenti regolamentazioni, come la già citata SFDR, esse appaiono come documenti altamente tecnici, e ciò determina una prima differenza tra i due principali soggetti individuati, dove l'investitore *retail* può risultare svantaggiato a causa del minor numero di strumenti interpretativi in suo possesso.

È proprio l'ESMA che, riconoscendo come il pubblico degli investitori presenti esigenze e capacità di valutazione differenti, suggerisce di includere, nel più ampio novero delle informazioni relative alla sostenibilità, alcune sottocategorie definite "vitali", ideate per guidare concretamente gli investitori meno esperti. Questi ultimi sarebbero così facilitati grazie alla disponibilità di informazioni più semplici e facilmente comprensibili, restando comunque accessibili anche per gli altri attori.⁶²

In aggiunta, per assicurare che le preferenze di sostenibilità del cliente, soprattutto quello al dettaglio, siano prese in considerazione nelle sue scelte di investimento, dal 2022 la MiFID II prevede che tali preferenze siano regolarmente integrate nei processi di consulenza e gestione del portafoglio.⁶³

⁶¹ ESMA, *MiFID II - Annex II*, cit.

⁶² ESMA, *Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717-2587_Opinion_on_the_functioning_of_the_Sustainable_Finance_Framework.pdf#:~:text=,of%20%27vit al%27%20information%20for%20less

⁶³ J.P.Morgan, *Spiegazione delle modifiche relative alle preferenze di sostenibilità al Regolamento delegato della Direttiva Mifid II*, disponibile su: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/explaining-the-sustainability-preferences-amendments-to-the-european->

Gli obblighi informativi, tuttavia, appaiono affievolirsi quando si considerano soggetti definibili come “professionali”, come fondi o investitori istituzionali, i quali possiedono già delle conoscenze ESG maggiormente sviluppate e richiedono una minore semplificazione delle informazioni fornite.⁶⁴

L’interesse di carattere non patrimoniale che caratterizza l’attrazione del cliente verso investimenti di tipo sostenibile si manifesta nella centralità attribuita alla *mission* e la *vision* dell’impresa oggetto di finanziamento, facendo assumere al prodotto finanziario un profilo di secondo piano. Infatti, più che essere attirato dallo strumento di investimento in sé, l’investitore propende in via prioritaria verso l’oggetto dell’investimento, ovvero il più ampio scopo che l’acquisto dello strumento finanziario mira a raggiungere. Ciò complica ulteriormente il processo di valutazione del bene o servizio acquistato, che non contiene più intrinsecamente tutti gli elementi positivi e negativi per una valutazione oggettiva anteriore e posteriore all’acquisto, ma si collega ad elementi esterni, non facilmente valutabili in modo immediato.⁶⁵

Al fine di evitare che questa difficoltà di valutazione crei uno svantaggio e aumenti le possibilità che i potenziali investitori cadano in trappole di disinformazione e, più nello specifico, siano vittime di fenomeni di *greenwashing*, è stata recentemente perseguita una tutela specifica e armonizzata al livello dell’Unione. Tale tutela si è concretizzata nelle regolamentazioni già introdotte nel capitolo precedente, sulle quali si baserà inoltre l’analisi del prossimo paragrafo, con l’obiettivo di approfondirne gli ambiti di applicazione specifici e le relative lacune normative.

union-markets-in-financial-instruments-directive-II-delegated-regulation/#:~:text=Explaining%20the%20impact%20of%20EU,di%20sostenibilit%C3%A0%20e%20la

⁶⁴ EFAMA, *Response to esma’s consultation paper “guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements”*, 26 April 2022, disponibile su: https://www.efama.org/sites/default/files/files/22-4007_EFAMA_ESMA%20CP%20revised%20suitability%20guidelines.pdf#:~:text=%5BPDF%5D%20CONSULTATION%20RESPONSE%20,more%20knowledge%20about%20sustainable

⁶⁵ Bassi A., Lamandini M., Mollo G., Troisi A., Vella F., *Greenwashing e tutela del consumatore per un’economia sostenibile*, cit. paragrafo 4.4 “La rilevanza dell’interesse ESG dell’investitore in campo finanziario”

2.3 Strumenti normativi di contrasto al *greenwashing*

2.3.1 Tra normativa primaria e secondaria

Parlando del già precedentemente citato regolamento sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* – SFDR), entrato in vigore tra gli Stati Membri nel 2021, esso si configura come uno dei principali strumenti introdotti dall'Unione Europea per limitare i danni del *greenwashing* sugli investitori del proprio mercato. Analizzando i considerando 9 e 10 del suddetto Regolamento, è facile comprendere la *ratio* alla base della sua introduzione, ovvero l'armonizzazione degli approcci informativi riguardanti le questioni legate alla sostenibilità, al fine di limitare distorsioni della concorrenza e l'innalzamento di barriere nel mercato interno, dovute alla divergenza degli standard di informativa. Si obbligano quindi i partecipanti ai mercati finanziari, individuati nei paragrafi precedenti, a fornire informative precontrattuali e durature nel tempo, destinate ai clienti, soprattutto quelli *retail*.⁶⁶

Dopo aver fornito la definizione di “investimento sostenibile”, che si sostanzia nella contribuzione, da parte dello stesso, in obiettivi ambientali, sociali o di governo societario, il Regolamento stabilisce gli oneri informativi che ricadono sulle responsabilità multiple degli attori operanti nel mercato, inclusi i rischi e le relative conseguenze. In particolare, rientrano nel novero dei soggetti obbligati dall'informativa tutti gli attori attivi nei mercati finanziari, con una distinzione, in materia di politiche di *disclosure*, tra gli obblighi che ricadono sull'impresa emittente e quelli riguardanti il prodotto negoziato sul mercato. Proprio con riferimento a questi ultimi, il considerando 21 introduce due diverse tipologie di informativa:

- quella relativa agli obblighi precontrattuali, pubblicata e mantenuta disponibile sul sito web di ogni emittente, come stabilito dall'articolo 10 dello stesso Regolamento;
- quella periodica, che, come enunciato dall'articolo 11, prevede una rendicontazione continuamente aggiornata sulle caratteristiche ambientali e sociali degli investimenti sostenibili.

⁶⁶ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 27 novembre 2019, Considerando 9 e 10, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>

Per ogni grado di obbligo e per ciascun soggetto coinvolto, l'informativa richiesta deve essere completa ed esaustiva, con la possibilità di derogare all'obbligo di *reporting* non finanziario se i rischi connessi siano ritenuti non abbastanza rilevanti, a condizione che venga fornita un'apposita giustificazione, secondo l'approccio del *comply or explain*.⁶⁷

La normativa secondaria entra in gioco in questo contesto, dopo un periodo di assenza dovuto principalmente al fenomeno del Covid-19, con i *Regulatory Technical Standard* (RTS), introdotti dal Regolamento delegato (UE) 2022/1288⁶⁸ e successivamente modificati dalle tre autorità di vigilanza europea (EBA, ESMA ed EIOPA – ESAs). Questi atti di disciplina secondaria mirano a definire dettagliatamente le metodologie e gli standard applicativi della normativa, attraverso norme tecniche di regolamentazione, specificando in maniera più approfondita i principali aspetti della disciplina primaria.⁶⁹

Alla luce, invece, del già introdotto Regolamento Tassonomia del 2020, l'Unione Europea si è proposta di istituire un sistema di classificazione unico, volto a classificare in maniera uniforme le attività sostenibili sviluppate all'interno delle ventisette diverse legislazioni nazionali. Ancora una volta, questo rappresenta un elemento normativo da tempo invocato e ritenuto essenziale per garantire una piena consapevolezza nelle decisioni di investimento da parte dei clienti, sia professionali che al dettaglio, nonché per orientare il mercato verso una maggiore sostenibilità finanziaria.⁷⁰

Fulcro di questo Regolamento si riconferma la lista dei cosiddetti obiettivi ambientali (vedi paragrafo 1.4), che consente di definire come sostenibile un prodotto qualora esso contribuisca in maniera significativa al raggiungimento di almeno uno di tali obiettivi, senza compromettere il raggiungimento degli altri (*Do Not Significant Harm* - DNSH).

Come avvenuto per la SFDR, anche la Tassonomia ha richiesto il supporto della normativa secondaria per stabilire le soglie necessarie alla classificazione dei prodotti sostenibili presenti sul mercato. Questo supporto si è consolidato nell'introduzione dei

⁶⁷ Principio secondo il quale le imprese hanno due opzioni per conformarsi alla normativa: rispettarla o, altrimenti, spiegare il motivo per cui non lo fanno. Disponibile su: https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-comply-or-explain/?srsltid=AfmBOoq6TUxJLqhZbRjz06h08MMHivE1UfthAXHW5v2q9FGou8GJuhJ-&utm_source=chatgpt.com

⁶⁸ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/1288 DELLA COMMISSIONE, 6 aprile 2022, disponibile su: https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/Regolamento-delegato-UE-2022_1288.pdf

⁶⁹ SFDR: approvate le modifiche agli standard tecnici RTS, DB – Non solo Diritto Bancario, 5 dicembre 2023, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/art/sfdr-approvate-le-modifiche-agli-standard-tecnici-rts/>

⁷⁰ EU Commission Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Spotlight on Taxonomy*, disponibile su: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-12/sustainable-finance-taxonomy-spotlight_en.pdf

Technical Screening Criteria (TSC), ovvero criteri standardizzati ma al contempo altamente flessibili, pensati per garantire l’adattabilità alle diverse attività economiche prese in considerazione e per evitare l’obsolescenza normativa legata all’evoluzione del settore.⁷¹

È inoltre necessario considerare che la disciplina derivante da questi due Regolamenti specifici in materia di sostenibilità si colleghi con la normativa generalmente vigente per i mercati finanziari, ossia la MiFID II.

La *disclosure*, nel quadro normativo tracciato finora, rappresenta il principale strumento utilizzato per contrastare il fenomeno del *greenwashing*, elemento che ha spinto il regolatore europeo ad accompagnare alla disciplina di rango primario anche quella di secondo livello, finalizzata alla specificazione di obblighi e doveri imposti. Nonostante ciò, sia la SFDR sia la Tassonomia furono inizialmente concepite come strumenti idonei a operare in assenza di atti secondari, essendo dotati di autosufficienza e non condizionati alla presenza di ulteriori norme applicative. I *RTS* e i *TSC* hanno svolto la funzione di “standard di armonizzazione”⁷², poiché, in loro assenza, la presenza esclusiva della normativa primaria avrebbe generato numerose criticità, derivanti dalla diversità nell’applicazione delle norme da parte dei vari soggetti sottoposti alla disciplina. Questi avrebbero potuto approfittare di vuoti normativi di vario genere, generando fenomeni di arbitraggio regolamentare finalizzati alla massimizzazione del profitto, a scapito del raggiungimento di un sistema finanziario più sostenibile ed equo nel suo complesso. Resta infatti in auge, da parte della dottrina, l’ipotesi secondo cui il sistema delineato non sia propriamente adatto al contrasto di fenomeni come il *greenwashing* o pratiche simili.

⁷¹ Davola A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell’assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, Rivista di diritto bancario, cit. paragrafo 2.1 “Analisi preliminare del sistema delineato dalla SFDR, dalla TR, e della normativa di Livello 2”

⁷² Davola A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell’investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell’assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, Rivista di diritto bancario, cit. paragrafo 2 “Il *greenwashing* in materia di prodotti finanziari, e gli obblighi d’informazione quale strumento primario di tutela dell’investitore”

2.3.2 Le criticità del modello

È senza dubbio appurato che l'obiettivo iniziale delle istituzioni europee fosse quello di generare un sistema armonizzato di regole in materia di *disclosure* e sostenibilità dei mercati regolamentati all'interno dell'Unione. Risulta altrettanto evidente come questo rappresenti un progetto a dir poco ambizioso a causa dell'ampiezza della materia e della volontà di contrastare nel minor tempo possibile le azioni riconducibili a *greenwashing*. L'introduzione, quindi, di un sistema di discipline di diverso rango si è resa necessaria alla luce di queste esigenze provenienti dall'intero sistema, affiancando alla normativa primaria una serie di atti delegati successivi, finalizzati a garantire maggiore flessibilità applicativa e l'adeguamento all'evoluzione del fenomeno oggetto di regolazione. Senza tale supporto, gli intermediari avrebbero potuto cercare di eludere il controllo imposto dalla normativa, andando contro la *ratio legis* originaria, ovvero la limitazione della manipolazione dei processi decisionali tramite lo sfruttamento di un consumatore poco informato e consapevole del proprio processo di investimento.

Prendendo nuovamente in esame il considerando 9 della SFDR, è facile comprendere come l'introduzione di una disciplina di secondo livello fosse stata da tempo auspicata dagli organi dell'Unione, sia per il contenimento dei rischi identificati, sia per il raggiungimento del reale scopo per il quale la disciplina era stata originariamente concepita.

Allo stesso tempo, però, nonostante potesse sembrare la soluzione a vuoti normativi generati da una disciplina troppo generale e poco applicativa, questo sistema normativo a più livelli sembrerebbe essere causa di complessità nella valutazione dei prodotti da parte degli investitori *retail*. Infatti, se si procede con l'analisi dei *Regulatory Technical Standard* di più recente pubblicazione, si può iniziare a intuire che le criticità evidenziate siano destinate a permanere, nonostante l'introduzione della normativa di secondo livello. Questo porta la dottrina a interrogarsi sulla reale capacità della disciplina di poter effettivamente raggiungere lo scopo finale.⁷³ Nonostante, infatti, si sia compiuto un notevole passo in avanti, il risultato ottenuto non può essere considerato del tutto soddisfacente né in linea con la volontà del legislatore.

⁷³ Davola A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, Rivista di diritto bancario, cit. paragrafo 4 "Considerazioni preliminari in merito all'adeguatezza del regime degli obblighi informativi in materia di sostenibilità"

Come già precedentemente accennato, una delle principali motivazioni legate alle criticità del modello potrebbe risiedere nella distanza temporale tra il rilascio delle varie normative.

La necessità di introdurre Regolamenti come la SFDR e la Tassonomia risiedeva nella volontà di promuovere la convergenza dei vari Stati membri verso un'economia interna in grado di tutelare i diritti degli investitori, primo strumento per il contenimento di pratiche come il *greenwashing*. Nonostante questa necessità, l'introduzione di una disciplina così generale non ha fatto altro che lasciare ampio spazio di discrezionalità agli emittenti e agli intermediari, agevolati nella pratica fraudolenta di promozione di prodotti non sostenibili identificati come tali, attraverso la manipolazione a proprio piacimento delle informazioni richieste esplicitamente dalla normativa, sia nella fase precontrattuale sia post-contrattuale.⁷⁴

In questo quadro, l'investitore *retail*, già definito come non professionale e quindi non dotato intrinsecamente della capacità e degli strumenti necessari per un'autotutela e un'analisi dei prodotti offerti sul mercato, rimane il più esposto ai pericoli derivanti da una disciplina così sommaria, e ancora lontano dalla possibilità di scegliere consapevolmente su quali prodotti investire.

L'assenza di un quadro dettagliato, equipaggiato di standard tecnici applicativi, unita alla sempre crescente predisposizione dell'investitore verso pratiche sostenibili, potrebbe spingere i vari operatori emittenti a immettere sul mercato prodotti qualificati come *green* anche qualora essi non lo siano realmente.

Su questo punto, le ESAs, in un comitato congiunto del 2021, hanno riconosciuto l'inadeguatezza del sistema e posto le basi per l'introduzione dei *Regulatory Technical Standards*, specifici per il rispetto del principio del *DNSH* e degli obblighi di trasparenza che ricadono sugli operatori.⁷⁵

L'altro aspetto fondamentale è che, nonostante l'obiettivo della disciplina di Livello 2 fosse quello di colmare i vuoti lasciati dalla normativa primaria, tale intervento non

⁷⁴ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 27 novembre 2019, Considerando 21, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>

⁷⁵ European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, 2 febbraio 2021, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf

apparire pienamente sufficiente, cosa evidente nel fatto che alcuni aspetti sembrano rimanere ancora irrisolti.

Questo secondo ordine di problemi appare meritevole di attenzione da parte della dottrina, perché potrebbe rendere vano lo sforzo dell'Unione, consolidato in un'architettura di sistema inadeguata e foriera di criticità e incomprensioni. Si tratta, in questo caso, di elementi intrinsecamente presenti nel modello originario, e che di conseguenza permangono anche con l'introduzione di una normativa a supporto.

Ad avvalorare questa argomentazione vi è il fatto che, talvolta, i fattori di sostenibilità appaiono sostanzialmente incongruenti, sia nella pratica applicativa, sia tra i diversi livelli della normativa. Nonostante non appaia così evidente per i fattori legati all'ambiente, gli altri risultano ancora utilizzati in maniera piuttosto differenziata da parte dei valutatori. È dimostrato da una ricerca condotta dall'Università di Zurigo che i giudizi di *rating* provenienti dalle diverse agenzie risultano più divergenti per i fattori legati al sociale, e ancor di più per quelli connessi alla *governance*. Ad esempio, la valutazione della dimensione sociale può talvolta dare priorità al *turnover* dei dipendenti, piuttosto che alla catena di fornitura, o viceversa.⁷⁶ Un tale disallineamento porta al conferimento di punteggi diversi anche per una stessa impresa, aumentando la confusione per gli investitori nel tentativo di comprendere quale valutazione sia realmente affidabile.

Inoltre, la possibilità di avere una normativa multilivello potrebbe produrre l'effetto indesiderato di *information overload* per l'investitore, portando al passaggio in secondo piano delle informazioni realmente necessarie, e ostacolando l'obiettivo di una *disclosure* obbligatoria e completa.⁷⁷

La disciplina di Livello 2 ha sicuramente portato al miglioramento di aspetti insoddisfacenti della normativa primaria, come il modello di dichiarazione dei principali effetti negativi sulla sostenibilità, ricompreso nell'allegato I del Regolamento, e i modelli standard da rispettare per l'informativa precontrattuale, contenuti negli allegati II e III, insieme a quella periodica presente negli allegati IV e V.⁷⁸

⁷⁶ Berg F., Koelbel, Rigobo R., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, 23 May 2022, disponibile su: <https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1315/6590670>

⁷⁷ V.H. Ho, *Disclosure Overload? Lessons For Risk Disclosure & ESG Reporting Reform From The Regulation S-K Concept Release*, 2020, disponibile su: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3430&context=vlr>

⁷⁸ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/1288 DELLA COMMISSIONE, 6 aprile 2022, allegati II, III, IV e V, disponibile su: https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/Regolamento-delegato-UE-2022_1288.pdf

Nonostante questo, ci si chiede se queste innovazioni abbiano ridotto concretamente i punti deboli insiti nel sistema originario, e si è sempre più predisposti a notare come esse non forniscano chiarimenti adeguati alle criticità già riscontrate dalle ESAs nel loro comitato congiunto. Secondo tali autorità, l'introduzione dei RTS avrebbe dovuto chiarire, ad esempio, il livello di promozione delle caratteristiche sostenibili previsto dall'articolo 8 della SFDR⁷⁹, non lasciando la normativa aperta a discrezionalità applicative.

Rimane, in vista di questo, aperto il dibattito sul successo o eventuale insuccesso della disciplina in materia di contrasto al *greenwashing*, e la dottrina, insieme alle autorità europee e nazionali, continua a lavorare per garantire una maggiore protezione del mercato interno.

2.4 Verso un rafforzamento del contrasto al *greenwashing*: scenari normativi futuri

L'analisi condotta sul quadro normativo vigente per il contrasto al *greenwashing* e il progresso verso un'economia più sostenibile si è risolta in uno scenario complesso e foriero di incertezze, incapace di difendere adeguatamente i diritti degli investitori presenti sul mercato. Come abbiamo visto, nonostante l'equipaggiamento al sistema di una normativa secondaria più flessibile rappresenti un progresso verso l'obiettivo primario di diminuzione dell'asimmetria informativa in favore di una maggiore tutela dei consumatori, delle criticità rimangono comunque presenti ed evidenti nell'architettura generale del sistema. Tali criticità si sostanziano, ad esempio, nell'ampiezza delle definizioni, aperte a margini di discrezionalità interpretativa e applicativa, ma anche nell'elevato livello di dettaglio di alcune disposizioni secondarie, che contribuiscono ad aumentare la complessità generale del sistema, a svantaggio soprattutto degli investitori non professionali.⁸⁰

⁷⁹ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 27 novembre 2019, articolo 8, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088>

⁸⁰ Davola A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, Rivista di diritto bancario, cit. paragrafo 7 “Considerazioni conclusive”

Una risposta a queste lacune normative dovrebbe, a mio avviso, essere sollecitata da consumatori, istituzioni europee e nazionali, al fine di contribuire al corretto funzionamento del mercato interno, ormai indirizzato verso una transizione sostenibile. In effetti, come già precedentemente accennato, un primo intervento a livello dell'Unione è rappresentato dalla recente approvazione della Direttiva (UE) 2024/825, nota come Direttiva *Greenwashing*, che mira ad aumentare la tutela dei consumatori contro le pratiche sleali legate all'informativa tra le parti.⁸¹ Più nello specifico, tra le principali novità introdotte dalla Direttiva vi è la creazione di marchi di sostenibilità rilasciati dalle autorità pubbliche degli Stati Membri, come il marchio "Made *Green* in Italy", o da comitati di esperti in grado di valutare le caratteristiche del prodotto e la loro compatibilità con le norme. Inoltre, per poter dichiarare l'effettivo perseguimento di un obiettivo con finalità ambientali o sociali, si rende necessario per gli emittenti la predisposizione di piani dettagliati che illustrino gli impegni e le modalità con cui un prodotto contribuisce concretamente al raggiungimento di tali obiettivi.⁸²

Parallelamente, l'Unione Europea ha anche avanzato una proposta di Direttiva in materia di *green claims*, che, dopo due recenti triloghi⁸³ e un terzo previsto per il prossimo 10 giugno 2025⁸⁴, prevede l'introduzione di norme più specifiche (*lex specialis*) volte a rendere i consumatori più informati e consapevoli attori nel processo di transizione verde. Essendo stato introdotto nel 2020 il contrasto al *greenwashing* come priorità all'interno del piano d'azione per l'economia circolare⁸⁵, questa nuova Direttiva punta a riportare l'attenzione sul tema, al fine di giungere ad una completa responsabilizzazione dei consumatori. La base giuridica di tale proposta normativa risiede all'interno dell'articolo 114 del TFUE, volto a garantire il corretto funzionamento del mercato interno, ormai

⁸¹ DIRETTIVA (UE) 2024/825 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 28 febbraio 2024, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202400825

⁸² Corte P., *Greenwashing: Guida breve alla Direttiva UE 2024/825 e le nuove pratiche sleali sui claims ambientali e di sostenibilità*, 19 marzo 2024, disponibile su: <https://www.studiolegalecorte.it/post/greenwashing-guida-direttiva-2024-825-green-claims>

⁸³ Incontro, confronto a tre; in particolare, negoziato preliminare e informale cui prendono parte alcuni rappresentanti di tre istituzioni comunitarie europee, Parlamento, Consiglio e Commissione, con il fine di snellire la successiva attività legislativa. Disponibile su: [https://www.treccani.it/vocabolario/trilogo_\(Neologismi\)/](https://www.treccani.it/vocabolario/trilogo_(Neologismi)/)

⁸⁴ Dettagli sullo stato di avanzamento della direttiva disponibili su: <https://tracker.carbongap.org/policy/green-claims/>

⁸⁵ Commissione Europea, *Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare*, 11.3.2020, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0098>

sempre più orientato verso prospettive di sostenibilità⁸⁶. Questo si configura dunque come la volontà dell'Unione di giungere a un approccio comune, per evitare marchi e condotte ingannevoli in grado di compromettere l'equilibrio generale del mercato.

Nello specifico, l'Articolo 3, intitolato “*Attestazione delle asserzioni ambientali esplicite*”, prevede che gli operatori economici effettuino una valutazione preventiva al fine di predisporre una dichiarazione ambientale specifica, la quale deve essere fondata su concrete prove scientifiche, aggiornate e riconosciute. Passando agli articoli 7 e 8, relativi rispettivamente ai marchi ambientali e all'etichettatura sostenibile, si stabilisce che tali strumenti debbano rispettare i requisiti di trasparenza, gratuità e facile comprensione, così da permettere anche ai consumatori meno equipaggiati di essere adeguatamente tutelati. È inoltre garantito il rispetto del principio di proporzionalità, per permettere anche alle piccole e medie imprese di applicare adeguatamente le prescrizioni imposte dalla proposta di Direttiva.⁸⁷

Nonostante le due normative appena attenzionate non siano state direttamente predisposte per i prodotti finanziari e per il consumatore in qualità di investitore, esse avranno sicuramente modo di influenzare in via trasversale anche tale settore, contribuendo ad aumentare la trasparenza e l'affidabilità, in attesa dell'introduzione di una specifica disciplina *ad hoc*.

Guardando invece all'ottica italiana, la Consob, Autorità di controllo preposta alla vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei mercati, è periodicamente impegnata nella pubblicazione di un Piano Strategico per contribuire agli obiettivi delle transizioni gemelle, quella digitale e quella sostenibile. Essendo ormai queste ultime divenute, già nel precedente triennio, parte integrante della strategia dell'Autorità, anche per il futuro esse sono destinate a connotare le scelte dell'istituto in materia di vigilanza.

Recentemente, il 15 aprile 2025, la commissione ha pubblicato il nuovo Piano Strategico per gli anni 2025-2027, con l'obiettivo di assicurare la competitività e sostenere lo

⁸⁶ *Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)*, Articolo 114, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0017.02/DOC_2&format=PDF

⁸⁷ Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (Futura Direttiva Green Claims), disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX%3A52023PC0166>

sviluppo interno del mercato italiano.⁸⁸ Nella Direttiva 2, dedicata allo sviluppo dei mercati finanziari, un punto di primaria attenzione è posto sulla tutela degli investitori *retail* nel mercato mobiliare, ambito in cui viene già citato il fenomeno del *greenwashing*, in merito alla sua capacità di ingenerare potenziali rischi ad esso connessi. A questo proposito, il Piano punta a massimizzare la fiducia degli investitori nei confronti del sistema finanziario, prendendo in considerazione la totalità delle relazioni tra gli operatori attivi al suo interno.⁸⁹

Nella sezione dedicata ai “fattori trasversali”, invece, il documento si concentra sulle due transizioni che stanno coinvolgendo il mercato, e risulta quindi importante da analizzare ai fini di questa analisi. La transizione sostenibile, proprio come quella digitale, risulta pienamente integrata nel piano operativo predisposto dalla Consob, a conferma della rilevanza dei temi trattati sul mercato e sulla generalità degli attori operanti in esso.



Figura 3: Le direttrici strategiche della CONSOB per la transizione sostenibile (2025–2027), disponibile su: <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/ps2527>

Per quanto riguarda specificamente l’ambito di contrasto al *greenwashing*, si riconferma la centralità dell’esigenza di elaborare un sistema in grado di accompagnare gli operatori nella corretta osservanza della normativa in vigore, anche e soprattutto in vista dei processi di revisione attualmente in corso a livello europeo.

Risulta evidente come la predisposizione di questo lavoro da parte della Consob rispecchi il percorso già precedentemente intrapreso dall’ESMA e, più in generale, dalle ESAs, in

⁸⁸ Pezzuto A., *Consob: il nuovo Piano strategico 2025-2027 tra innovazione e sostenibilità*, 28 aprile 2025, disponibile su: https://www.tidona.com/consob-il-nuovo-piano-strategico-2025-2027-tra-innovazione-e-sostenibilita/#_ftn2

⁸⁹ Consob, *Piano strategico 2025-2027, Direttiva 2*, disponibile su: <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/ps2527>

merito all'aumento della trasparenza nel sistema, che si snoda tra i profili di *disclosure* e sostenibilità.

Gli sforzi dell'Unione Europea si stanno concretizzando, infatti, non solo nella predisposizione di nuove Direttive, come quella sui *Green Claims*, ma anche nella realizzazione di un'architettura normativa armonizzata, riassunta in un unico corpus di regole. L'obiettivo è cercare di riassumere in un unico quadro normativo tutti i principali strumenti utilizzati fino ad oggi, come la già analizzata Direttiva SFDR e il Regolamento Tassonomia. Lo scorso 26 febbraio la Commissione europea ha rilasciato un insieme di proposte per la semplificazione della normativa sul *reporting* non finanziario, sul tema della *due diligence* e, più in generale, sulla sostenibilità, in linea con i principi della “*better regulation*” e dell'approccio “*less is more*”.⁹⁰

⁹⁰ Consob, *Piano strategico 2025-2027, Fattori trasversali: La transizione sostenibile*, disponibile su: <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/ps2527>

Capitolo 3

IL FENOMENO EMERGENTE DEL *GREENHUSHING*

3.1 Definizione e origine del *greenhushing*

Dopo aver analizzato l'ampiezza del fenomeno in materia di sostenibilità, che sta investendo la totalità dei mercati e la molteplicità degli attori presenti in essi, sia dal lato degli operatori sia da quello dei consumatori e investitori, non è possibile ricondurre le pratiche scorrette ad esso collegate ad un'unica fattispecie.

Nell'ambito dei fenomeni informativi connessi alla *due diligence* degli operatori, infatti, si apre un ampio novero di fenomeni emergenti che, seppur ancora poco attenzionati, sono in grado di generare rischi di ampia portata di intensità analoga a quella del *greenwashing*, già precedentemente trattato nella presente analisi.

Quest'ultimo è stato non solo al centro della regolazione normativa degli ultimi cinque anni, ma anche una delle principali prerogative delle autorità di vigilanza. Per questo motivo, lasciare in un'ottica marginale fenomeni ad esso strettamente connessi e capaci di generare impatti altrettanto incisivi sull'intero sistema non risulta coerente con i principi di tutela dei consumatori.

A distinguersi per natura e importanza emerge il fenomeno del *greenhushing*, che il *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG) dell'ESMA ha affiancato a quello del *greenwashing* per problematiche correlate, spingendo verso l'individuazione delle caratteristiche proprie del fenomeno e delle lacune attualmente presenti nel quadro normativo, al fine di poter riformulare i requisiti legislativi per promuovere l'avanzamento di una finanza ESG-centrica.⁹¹

Questa fattispecie, definita dall'SMSG come "*green-bleaching*", ma più comunemente nota come *greenhushing*, si sostanzia nella scelta, da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, di non esternare le caratteristiche ESG dei propri prodotti, al fine di non essere

⁹¹ *Greenwashing: l'SMSG chiede chiarimenti alle ESAs sulla definizione*, DB – Non solo Diritto Bancario, 20 gennaio 2023, disponibile su: <https://www.diritto bancario.it/art/greenwashing-lsmsg-chiede-chiarimenti-alle-esas-sulla-definizione/#:~:text=L'SMSG%20ritiene%20che%20prima,costituirebbero%20un'attivita%C3%A0%20di%20greenwashing.>

soggetti a regolamentazioni aggiuntive ed evitare l'incursione in potenziali rischi legali connessi.⁹²

Questo termine è stato coniato da tre ricercatori dell'Università Metropolitana di Leeds attivi nel campo del turismo, che nel loro scritto "*Greenhushing: the deliberate under communicating of sustainability practices by tourism businesses*" lo presentano come l'opposto del *greenwashing*, nonché una pratica consapevole volta a limitare i disallineamenti tra i valori di sostenibilità perseguiti da un'impresa e quelli dei suoi clienti.⁹³ Entrambi i fenomeni sono trattati dagli autori come forme diverse di strategie di "*sustainable marketing*" e, ad uno sguardo più attento, sembrano configurarsi l'uno come causa dell'altro: onde evitare di essere accusate di *greenwashing* ed essere etichettate negativamente, le imprese preferiscono, in maniera strategica, tacere sul loro operato, agendo come aziende "silenziosamente coscienziose".⁹⁴

In altre parole, essi si configurano come fattispecie diametralmente opposte, in cui, piuttosto che falsare l'informativa nei confronti degli *stakeholder* esternando caratteristiche sostenibili che il prodotto, di fatto, non possiede, si assume un comportamento omissivo e restio alla dichiarazione di investimento in attività ESG e correlate.

Se si guarda al carattere di astensione che contraddistingue gli operatori che mettono in atto questo fenomeno, quest'ultimo risulta più difficilmente identificabile, il che complica inevitabilmente la predisposizione di azioni volte al suo arginamento e controllo, nonché i possibili tentativi di monitoraggio da parte dall'autorità di vigilanza. La difficoltà nell'identificazione non fa altro che aumentare la complessità alla base del fenomeno, e, di conseguenza, ostacolare la predisposizione di un *corpus* normativo specifico per la tutela degli operatori del mercato nei suoi confronti, in un contesto esterno che tende sempre di più nei confronti di un benessere sociale superiore, collegato alle attività sostenibili.

⁹² ESMA, *SMSG advice to ESMA on the ESAs' Call for Evidence on Greenwashing*, 19 gennaio 2023, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/01/ESMA-SMSG-advice-on-greenwashing.pdf>

⁹³ Font X., Elgammal I., Lamond I., *Greenhushing: the deliberate under communicating of sustainability practices by tourism businesses*, 29 Mar 2016, disponibile su: <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/09669582.2016.1158829?needAccess=true>

⁹⁴ Ettinger A., Grabner-Kräuter S., Okazaki S., Terlutter R., *The Desirability of CSR Communication versus Greenhushing in the Hospitality Industry: The Customers' Perspective*, 18 giugno 2020, disponibile su: <https://journals.sagepub.com/doi/epub/10.1177/0047287520930087>

Nonostante possa sembrare improbabile che un operatore vanifichi gli sforzi compiuti per il raggiungimento di obiettivi ESG non dichiarandoli apertamente al pubblico dei consumatori, che sarebbero, peraltro, ancor più incoraggiati ad investire o acquistare per contribuire ad uno scopo superiore, sempre più evidenze empiriche dimostrano che questa pratica è tutt'altro che meramente teorica, e che anzi si sta diffondendo rapidamente tra imprese e operatori del mercato.

Ad avvalorare la presente affermazione, un recente studio condotto da *South Pole*, società di consulenza internazionale specializzata in sostenibilità, ha dimostrato che il fenomeno del *greenhushing*, già precedentemente attenzionato dalla stessa nel 2022, sta ampiamente espandendo il suo raggio d'azione.

I settori coinvolti sono i più disparati: da quello tech a quello dell'alta moda, fino ad arrivare a quello puramente finanziario. Tra le oltre 1400 aziende campione che hanno preso parte all'analisi, il 58% riconosce che comunicare le proprie azioni in ambito climatico è diventato più oneroso rispetto al passato e sta programmando di ridurre l'informativa a riguardo, nonostante l'81% riconosca che tali dichiarazioni porterebbero ad un incremento dei profitti.

Il CEO John Davis, concludendo, aggiunge che molto probabilmente si tratta di un *trend* temporaneo, dovuto alla complessità e alla scarsa trattazione del tema, destinato a terminare con una “tempesta normativa” che incoraggerà i *leader* delle grandi *corporation* ad adeguarsi agli standard di regolamentazione.⁹⁵

3.2 Quando il silenzio conviene: le motivazioni del *greenhushing*

Per comprendere le vere motivazioni alla base del “silenzio verde” (*greenhushing*), è opportuno inquadrare il contesto più ampio nell'ottica delle preferenze degli investitori e consumatori.

Uno studio condotto da Credit Suisse riguardo alle tendenze dei giovani consumatori, soggetti che oggi contribuiscono alla grande maggioranza della spesa mondiale e che, di conseguenza, rappresentano un ottimo campione per l'analisi delle dinamiche di mercato,

⁹⁵ South Pole, *Survey finds that most companies across nearly all sectors are going quiet on green goals*, 17 gennaio 2024, disponibile su: <https://www.southpole.com/news/survey-finds-most-companies-going-quiet-on-green-goals>

ha mostrato come oltre il 60% di essi sia disposto a passare ad alternative più sostenibili, a parità di efficacia del prodotto.⁹⁶

Questo, come numerosi altri studi, ha empiricamente dimostrato l'indirizzamento del mercato verso una traiettoria più sostenibile, volta al raggiungimento di un maggiore benessere collettivo, partendo proprio dalle esigenze e preferenze dei consumatori *retail*. A questo punto, sorge spontanea la domanda: se sempre più dinamiche di mercato mostrano l'apertura degli investitori verso prodotti e servizi orientati ai criteri ESG, perché un'impresa dovrebbe omettere informazioni che verrebbero accolte positivamente dal proprio potenziale pubblico?

La risposta non è affatto scontata, e può essere rintracciata solamente attraverso un'analisi dei principali attori di mercato e dalle logiche che li spingono a adottare determinati comportamenti comunicativi.

Appare controverso affermarlo, ma una delle principali cause si sostanzia proprio nella crescente attenzione del mercato verso la sostenibilità e, di conseguenza, nell'aumento del fenomeno del *greenwashing*.

Il timore delle aziende, e, più nello specifico, degli emittenti nei mercati finanziari, di essere pregiudicati da accuse di *greenwashing*, con conseguenti rischi reputazionali, li spingerebbe ad assumere comportamenti remissivi o addirittura omissivi. Sia l'ESMA che le varie autorità nazionali hanno più volte ribadito il ruolo di strategica importanza rivestito dalla supervisione sulla comunicazione sostenibile, aumentando di conseguenza controlli e sanzioni a riguardo.⁹⁷

Per questo motivo cresce la consapevolezza che un'impresa, nella volontà di comunicare apertamente il proprio impegno verso pratiche ESG, possa finire sotto l'ispezione e il giudizio di una grande quantità di *stakeholder*, esponendosi volontariamente a rischi di mancata *compliance* normativa.

Il paradosso è evidente: imprese guidate da scopi virtuosi, che agiscono in modo trasparente e onesto, e che non dovrebbero quindi avere nulla da temere, finiscono per

⁹⁶ Credit Suisse, *The young consumer and a path to sustainability*, febbraio 2022, disponibile su: <https://img.esg360.it/wp-content/uploads/2022/02/09195844/csri-the-young-consumer-and-a-path-to-sustainability-1.pdf>

⁹⁷ ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies*, 4 giugno 2024, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf

modificare le proprie politiche informative per timore di sanzioni, cadendo così in errore. È evidente, però, che a causa della complessità del sistema normativo vigente in materia di trasparenza ESG, analizzato nel capitolo precedente, risulti facile non rispettare in maniera adeguata i criteri imposti dalla legge, incorrendo involontariamente in violazioni. Dalla nostra analisi, la normativa multilivello preposta alla promozione della transizione verde in maniera equa e corretta, come abbiamo visto, appare foriera di incertezze e irregolarità. Potrebbe essere proprio l'assenza di *standard* quantitativi univoci e, quindi, la difficoltà nell'uniformarsi ad essi, a determinare l'astensione dalle pratiche comunicative. A ciò si aggiunge la sempre maggiore predisposizione verso tematiche ambientali e sociali, unita all'assenza di un effettivo rischio reputazionale in caso di mancata osservanza. In questo contesto risulta più chiaro comprendere come molti operatori stiano scegliendo di rimanere nell'ombra piuttosto che esporsi con un'informativa chiara su queste tematiche.

Uno dei rischi più rilevanti risulta essere il fatto che anche gli attori più virtuosi e conformi alla regolamentazione decidono, per autotutelarsi in maniera preventiva, di tacere sulle reali caratteristiche appartenenti ai propri prodotti e servizi, limitandosi alle attività di rendicontazione più stringenti e non derogabili, con l'inevitabile effetto di aumentare le asimmetrie informative del mercato e svantaggiare ulteriormente gli investitori.

Questo atteggiamento sarebbe riconducibile al fatto che un'impresa, a seguito di un'analisi costi-benefici legata a una determinata metodologia operativa, percepisca come più conveniente e meno vincolante rimanere nell'ombra, evitando di sfruttare l'interesse degli investitori verso pratiche *green* o correlate, piuttosto che l'incursione in rischi di *litigation*⁹⁸ e ispezione da parte delle autorità di vigilanza, che risulterebbero più gravosi in un'ottica di lungo periodo.

Ovviamente, data l'ampiezza del fenomeno, è facile comprendere come anche i fattori scatenanti vadano oltre una mera logica di protezione preventiva, inserendosi in contesti più difficilmente identificabili ma meritevoli di attenzione giuridica.

⁹⁸ Insieme di strumenti con cui si sottopone ad un giudice una questione meritevole di tutela legata alla sostenibilità sia sociale sia ambientale. Felisatti V., *Climate change litigation in pillole: un focus su alcuni profili di responsabilità statale*, disponibile su: <https://www.ambientelegale.it/magazine/climate-change-litigation-in-pillole-un-focus-su-alcuni-profil-di-responsabilita-statale>

I costi di *compliance*, ad esempio, giocano un ruolo cruciale anche in questo ambito. Dall'introduzione del già noto *Green Deal* Europeo, l'imposizione del raggiungimento dell'obiettivo della neutralità climatica stabilito per il 2050 ha inevitabilmente portato con sé l'introduzione di un ampio novero di leggi e regolamenti a riguardo (inflazione normativa), finalizzati a guidare l'economia verso un consapevole sfruttamento delle risorse ambientali.

In proposito, Richard Sterneberg, *Head of Global Government Affairs* dello studio legale internazionale DLA Piper, ha affermato che la quantità di normative oggi in vigore è senza precedenti, rendendo più semplice conformarsi per le aziende di grandi dimensioni.⁹⁹

Tali costi si sostanziano, ad esempio, nell'ambito della digitalizzazione, attraverso il ricorso al fenomeno del *RegTech* (*Regulatory Technology*), che l'EBA definisce come l'utilizzo della tecnologia per aiutare gli attori dei mercati a conformarsi in modo efficace e adeguato alle varie normative.¹⁰⁰ Tramite un'informativa pre-tagata, i *software* aziendali riescono a stabilire un *match* tra il *modus operandi* e la disciplina vigente, velocizzando e assicurando il processo di *compliance*. I costi legati alla digitalizzazione si accompagnano a quelli più tradizionalmente correlati alla normale attività di adeguamento autonomo e al *reporting* di sostenibilità, che impone alle aziende di avviare, a proprie spese, la condivisione di dati in modo da renderli liberamente accessibili alla totalità degli *stakeholder*.

Dopo la presente trattazione, risulta più agevole comprendere le motivazioni che spingono le aziende a adottare comportamenti di *greenhushing*, e si delinea una distinzione tra le logiche che caratterizzano gli operatori di grandi e di piccole dimensioni. Se i primi appaiono maggiormente intimoriti dalla possibilità di incorrere in rischi reputazionali e legali connessi al *greenwashing*, i secondi si trovano ad affrontare problematiche diverse, legate ai costi che l'adeguamento alle normative inevitabilmente comporta.¹⁰¹

⁹⁹ Financial Times, *Companies count the cost of compliance with green regulation*, 16 maggio 2024, disponibile su: <https://www.ft.com/content/276028dc-a492-44ec-9eee-58d9fb51c159>

¹⁰⁰ PwC Italia, *RegTech*, disponibile su: <https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech/regtech.html>

¹⁰¹ Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, 2024, disponibile su: https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/davola_2024_0.pdf

3.3 Rischi connessi alla diffusione del *greenhushing* e *litigation*

Nonostante sia in costante aumento la consapevolezza di quanto il fenomeno incida sulle dinamiche di mercato e sugli investitori, essendo un fenomeno più recente e complesso da analizzare, risulta ancora complicato comprendere a pieno gli impatti negativi sul mercato e le conseguenti implicazioni giuridiche.

Al contrario del *greenwashing*, il *greenhushing*, agendo sostanzialmente secondo una logica di omissione, non viene generalmente attenzionato nelle trattazioni in materia di sostenibilità, in particolare quando applicata alla finanza e ai mercati, a causa della complessità insita nello studio dell'estensione del fenomeno.

Proprio per questo motivo, i principali dibattiti hanno concentrato l'attenzione in via prioritaria sul *greenwashing* che, manifestandosi con comportamenti illeciti e non conformi alle disposizioni in materia, risulta più facilmente analizzabile e rintracciabile. Nonostante ciò, in questo ambito continuano a permanere significative lacune normative. Tuttavia, questo non deve indurre ingenuamente a pensare che, date queste premesse, il *greenhushing* porti con sé dei rischi inferiori e non meritevoli di attenzione. Al contrario, i suoi impatti sono egualmente rilevanti e in grado di generare conseguenze negative per il mercato e per gli investitori.

Uno dei principali rischi è, infatti, la possibilità che il fenomeno influenzi le scelte di investimento, falsando il normale esplicarsi delle dinamiche di mercato.

Di fatti, determinando l'assenza delle informazioni che un investitore ricerca nei prodotti disponibili e dalle quali potrebbe essere attirato, esso finisce per alterare il processo di investimento, modificando le dinamiche dell'intero mercato.

Le caratteristiche legate alla sostenibilità, che vengono accolte sempre più positivamente dai consumatori, se nascoste o oscurate, possano lasciare spazio ad altre tipologie di fattori che l'investitore sarà indotto a privilegiare. Ad esempio, prodotti che, a parità di investimento iniziale, propongono rendimenti più elevati saranno sicuramente preferiti in assenza di altri *benefit* capaci di orientare l'acquirente verso interessi superiori, non legati al solo mero ritorno economico.

Nell'ampio novero di prodotti e servizi presenti sul mercato, quelli con finalità ESG e quelli privi di esse verrebbero così posti su uno stesso livello iniziale, finendo per avvantaggiare gli investimenti non sostenibili e tendenzialmente più redditizi. Nonostante

questo, qualora i fattori ambientali e sociali fossero pubblicizzati, essi risulterebbero prioritari tra i criteri valutativi presi in considerazione al momento della scelta.

Già da questa prima trattazione è facile intuire come i rischi siano tutt'altro che irrilevanti, poiché il *greenhushing* compromette il processo di transizione sostenibile del mercato, a causa di dinamiche distorsive che derivano direttamente dalle lacune del sistema normativo e da un istinto di autotutela de parte degli emittenti.

Specialmente nel contesto della sostenibilità applicata al settore finanziario, risulta di estrema importanza la condivisione di dati reali e non falsati, al fine di consentire sia alle autorità di vigilanza sia ai consumatori di essere pienamente consapevoli dei prodotti nei quali stanno investendo e del percorso del loro denaro.¹⁰²

Se, da una parte, il *greenhusher* cerca, tramite l'omissione di dettagli circa le qualità sostenibili dei propri prodotti, di raggiungere i benefici già esposti in precedenza, dall'altra finisce per avvantaggiare altri operatori meno virtuosi, i cui prodotti risultano favoriti tra la molteplicità di quelli presenti sul mercato, falsando ingiustamente la concorrenza.

Fermarsi a questo aspetto del problema, che appare di natura puramente concorrenziale, risulterebbe riduttivo se osservato nella più ampia ottica del mercato nel suo complesso.¹⁰³ La questione, infatti, non si limita alla profittabilità dei singoli operatori, ma più in generale si estende verso il tema del benessere collettivo, che può essere raggiunto solo grazie ad un'equa e trasparente distribuzione di dati ed informazioni, contribuendo ad un conseguente sviluppo per l'intera società.

Un ulteriore livello di rischio, parimente impattante, si può rinvenire nella perdita di potere ed influenza non solo delle autorità di vigilanza, ma anche, più nello specifico, di tutti gli appartenenti alla società civile, ovvero quei soggetti che esercitano influenza nella sfera pubblica pur rimanendo autonomi rispetto allo Stato e al Mercato.

Questi attori, generalmente attivi nella valutazione delle politiche di sostenibilità intraprese dalle varie imprese operanti nel mercato, vedono ridursi la propria capacità di monitoraggio e contrasto agli illeciti compiuti nel momento in cui queste informazioni non vengono comunicate.

¹⁰² Alikhan S., *Greenhushing: quale impatto avrà sugli sforzi di sostenibilità nei servizi finanziari?*, 13 maggio 2024, disponibile su: <https://www.finextra.com/the-long-read/1015/greenhushing-how-will-it-impact-sustainability-efforts-in-financial-services>

¹⁰³ Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, cit.

Il loro allontanamento dalle consuete pratiche di vigilanza e supervisione non può che contribuire negativamente al possibile raggiungimento degli obiettivi correlati alla transizione verde, soprattutto nel contesto specifico dei mercati finanziari.

A causa dell'incremento di dati e informazioni ESG modificati per indurre il consumatore ad acquisti non sostenibili, a causa dell'inganno secondo le dinamiche del *greenwashing*, la sfiducia degli investitori è progressivamente aumentata, inducendoli ad un atteggiamento più cauto e a una maggiore inclinazione a mettere in atto azioni legali (*litigation*). Questo processo parte da attori come cittadini e associazioni ambientaliste che, rivolgendosi agli organi giudiziari, promuovono cause relative a questioni e politiche correlate alla mitigazione dei cambiamenti climatici, contestando ad esempio la veridicità delle dichiarazioni ambientali rilasciate da varie aziende.¹⁰⁴

Le azioni di *litigation* sono arrivate negli anni recenti ad aumentare in maniera esponenziale, raggiungendo nel giugno 2024 un totale di circa 2,666 casi, molti dei quali posti in atto dopo l'adozione degli accordi di Parigi nel 2015. La gran parte di queste azioni legali sono state attuate soprattutto da attori della società civile, come cittadini e organizzazioni non governative, in relazione a dichiarazioni fuorvianti su sostenibilità, ESG e obiettivi *net zero*.¹⁰⁵

L'aumento dei contenziosi in questi ambiti ha sicuramente influenzato la decisione delle imprese riguardo la possibilità di esporsi o meno, alimentando la possibilità di essere attenzionati negativamente dagli esponenti della società civile, attraverso forme di vigilanza non istituzionalizzata.

Tutto questo tende, senza dubbio, verso un allontanamento dal modello *stakeholder-centric*, in favore di un ritorno a quello dello *shareholderism*, invertendo una tendenza che negli ultimi decenni aveva affermato la propria solidità.

Fin dal primo capitolo di questa analisi è stato evidenziato come un'importanza crescente venga attribuita al pubblico degli *stakeholder*, e come la creazione di profitto e la massimizzazione del benessere collettivo non rappresentino necessariamente due elementi inconciliabili.

¹⁰⁴ Setzer J., Higham C., Jackson A., Solana J., European Central Bank, *Climate change litigation and central banks*, dicembre 2021, disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scplps/ecb.lwp21~f7a250787a.en.pdf>

¹⁰⁵ Setzer J., Higham C., *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, giugno 2024, disponibile su: <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2024/06/Global-trends-in-climate-change-litigation-2024-snapshot.pdf>

A dire il vero però, il *greenhushing*, ostacolando l'emersione di politiche a supporto della popolazione e dell'ambiente da parte di imprese e società emittenti di prodotti finanziari, finisce per riportare l'attenzione su logiche incentrate sul profitto e sull'interesse degli azionisti. Potrebbero essere proprio questi ultimi che, in prima battuta, incentiverebbero l'adozione di pratiche omissive e fraudolente per, a questo punto, raggiungere anche un rinnovato interesse economico.

A seguito dello studio dei rischi che questo fenomeno è in grado di generare sul mercato e sugli attori in esso operanti, si può facilmente affermare che la propaganda verde non solo assiste il consumatore nel processo decisionale di investimento, ma consente alle autorità di vigilanza e alla totalità degli operatori interessati di introdurre controlli più stringenti, favorendo la circolazione di informazioni più veritiere e contribuendo a rendere l'intero sistema più trasparente, equo e attento alla tutela di investitori e consumatori attraverso normative *ad hoc*.

Ancora una volta, è evidente come il *greenhushing* nonostante sia un fenomeno meno considerato per via dei suoi confini indefiniti, sia comunque meritevole di essere attenzionato per il forte impatto che è in grado di determinare sul processo di investimento, alterando le scelte dei consumatori.

Eludendo l'informativa sostenibile dal novero delle comunicazioni richieste per gli *standard* di trasparenza, come quelli introdotti dalla CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*), la quale prevede il già citato principio della doppia materialità (*double materiality*), richiede l'assicurazione sulla coerenza tra dati economici e finanziari propri del bilancio d'esercizio e le informazioni extra-finanziarie, e impone una corretta informativa sull'impatto ambientale generato dalle proprie azioni¹⁰⁶, l'investitore si trova impossibilitato a compiere scelte pienamente consapevoli, in linea con le proprie preferenze, che oggi includono sempre più spesso fattori relativi agli aspetti ESG. Inoltre, un tale fenomeno, evitando la comunicazione di informazioni sostenibili, non fa altro che ridurre la possibilità di generare dibattiti specifici sul tema, limitando la consapevolezza del mercato rispetto alle pratiche che favoriscono la transizione verde e invertendo una tendenza consolidata da anni.

¹⁰⁶ Gröbner A., *Gli obblighi informativi a carico delle imprese nella rendicontazione di sostenibilità*, 15 ottobre 2024, disponibile su: <https://www.reviconsult.it/it/news/32-gli-obblighi-informativi-a-carico-delle-imprese-nella-rendicontazione-di-sostenibilita>

Se il mercato è ormai indirizzato verso un'evoluzione sostenibile, attenta agli impatti ambientali e sociali a cui un investimento può contribuire, nascondere tali attributi nei prodotti e servizi non fa altro che diminuire la possibilità che questi vengano acquistati, riducendo così anche la possibilità che le loro esternalità positive si concretizzino, con effetti benefici non solo per i contraenti, ma anche per la società nel suo complesso.¹⁰⁷

Nel marzo del 2024, alcune società di investimento, come *BlackRock* e *Vanguard*, hanno rimosso gli obiettivi *net-zero* dall'informativa presente sui propri siti web, attirando l'attenzione della società civile, concretizzata in seguito in proteste e lamentele.

I CEO di queste società hanno ammesso di non utilizzare più terminologie che alludono esplicitamente ai caratteri sostenibili, perché ormai percepite come armi a doppio taglio, connotate da finalità più politiche e propagandistiche che realmente strategiche.¹⁰⁸

In una tale prospettiva di autotutela, sia pure non intenzionalmente, la trasparenza viene messa a repentaglio e, di conseguenza, la tanto perseguita tutela del consumatore viene accantonata per favorire un maggiore benessere delle imprese.

Ciò si configura, senza ombra di dubbio, come un fallimento di mercato, in cui la domanda di prodotti sostenibili non riesce ad incontrare l'offerta, perché quest'ultima risulta mascherata e alterata, nel tentativo di ottenere vantaggi personali legati alla vigilanza e, in parte, al ritorno economico.¹⁰⁹

La dottrina si continua ad interrogare sulle cause che hanno favorito la rapida diffusione del *greenhushing*, e sulle possibili strategie da adottare per contrastarlo. Secondo molti, queste potrebbero risiedere nell'inefficiente predisposizione del quadro normativo vigente in materia di sostenibilità, così come è accaduto per il fenomeno "gemello" del *greenwashing*.

La successiva analisi si concentrerà proprio sull'identificazione della disciplina attualmente in vigore e sui possibili sviluppi futuri che essa stessa potrebbe intraprendere, al fine di garantire una tutela adeguata all'investitore e valorizzare un mercato realmente sostenibile.

¹⁰⁷ Foà D., *Sustainability-linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi*, in Supplemento al N.3 2024, disponibile su: http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2024_03_RTDE.pdf

¹⁰⁸ Alikhan S., *Greenhushing: How will it impact sustainability efforts in financial services?*, cit.

¹⁰⁹ Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissioni nel mercato finanziario*, cit.

3.4 *Greenhushing*: il prossimo orizzonte della regolazione ESG

Come già accennato, nonostante il *greenhushing* sia apparentemente connotato da una minore rilevanza in termini di popolarità nei dibattiti, esso è in grado di generare impatti uguali, e per certi aspetti persino più gravi, sulle dinamiche del mercato. Richiama così l'attenzione dei vari legislatori nazionali e di quello europeo, sollecitati da lamentele della società civile tramite contenziosi e denunce sul tema, con l'obiettivo di invocare un quadro normativo più orientato al benessere di consumatori e investitori.

Questo si rivela complesso alla luce dei connotati intrinseci del fenomeno, che ne determinano una natura opaca e una difficoltà insita nella sua definizione.

Come evidenziato nel precedente capitolo, in relazione al quadro normativo vigente in materia di finanza sostenibile e, più nello specifico, al contrasto del *greenwashing*, le varie istituzioni dell'Unione Europea sono attualmente impegnate nella modifica e nell'aggiornamento dei principali strumenti regolatori già in uso, al fine di renderli più conformi all'evoluzione dei fenomeni in atto e applicabili anche alle nuove fattispecie che stanno periodicamente emergendo, come appunto il *greenhushing*.

Uno dei principali obiettivi è senza dubbio il rafforzamento e la standardizzazione dei criteri previsti dalla normativa di secondo Livello, nata per completare in maniera adeguata quella primaria e permetterne così una più corretta applicazione.

A supporto di normative come la SFDR e la Tassonomia, come visto, entrano in gioco i cosiddetti *Technical Screening Criteria* (TSC) e i *Regulatory Technical Standard* (RTS), finalizzati a introdurre criteri univoci per una più armonizzata e corretta applicazione della disciplina.

Con riferimento specifico al fenomeno oggetto della nostra analisi, il *greenhushing*, se sempre più operatori decidessero di omettere le informazioni su cui la normativa secondaria in materia di sostenibilità basa il proprio livello di taratura, risulterebbe difficilmente auspicabile un'evoluzione normativa idonea a scongiurare i fenomeni di asimmetria informativa sostenibile all'interno del mercato, e più nello specifico, in quello finanziario.

Questo rischio diviene ancora più plausibile se si considera un legislatore che agisce come “*information-taker*”¹¹⁰, basando cioè la natura delle proprie disposizioni sui dati forniti

¹¹⁰ Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, cit.

dal mercato, per garantire una più fedele applicazione a casi concreti e un conseguente adattamento all'eterogeneità delle esigenze dei consumatori.

Se il numero di informazioni provenienti dal mercato in materia di tematiche ESG diminuisce, di conseguenza anche i riferimenti standardizzati elaborati per classificare le caratteristiche che un prodotto deve possedere per essere inequivocabilmente qualificato come sostenibile si riducono. Questo conduce, come già accennato, ad un generale decremento dell'interesse verso gli aspetti ambientali e sociali, e a una rinnovata attenzione nei confronti del mero profitto economico, ampia espressione dello *shareholderism*.

Secondo un'opinione opposta, però, il progressivo arricchimento delle normative in materia ha generato un aumento del timore da parte delle imprese circa la possibilità di non riuscire in maniera adeguata a sostenere un così elevato numero di obblighi informativi, incrementando così il rischio di mancata conformità.

Come può quindi il legislatore allineare gli interessi di tutti gli operatori del mercato, ricomprendendo nella disciplina anche la protezione rispetto a fenomeni emergenti e in continua evoluzione?

Se parte della dottrina ritiene sufficiente far ricadere il *greenhushing* nell'ambito della disciplina già esistente sul *greenwashing*, alla luce di una sua possibile ridefinizione, ammodernamento e ampliamento, un'altra preferisce asserire che una normativa totalmente specifica sul tema sia più auspicabile, per frenare e contrastare una volta per tutte i tentativi di frode in materia di sostenibilità nei mercati finanziari.

Una risposta definitiva, così come un'opinione pienamente condivisa, non è al momento riscontrabile, proprio alla luce della complessità e dell'ampiezza di questi fenomeni. Tuttavia, diverse opinioni risultano rilevanti per la definizione di ipotetiche strategie attuabili in questo contesto.

La soluzione più efficace per il contrasto al *greenhushing* potrebbe risiedere nell'introduzione di un sistema nel quale l'operatore non si senta minacciato o scoraggiato nell'adesione, ma piuttosto sia incentivato a conformarsi traendo vantaggio dalla possibilità di attrarre investitori attraverso una propaganda chiara e veritiera delle caratteristiche sostenibili dei propri prodotti.

D'altronde, se i costi di *compliance*, quelli connessi all'attività di *reporting*, e quelli derivanti da eventuali sanzioni dovute alla mancata osservanza normativa risultano così

gravosi da spingere l'impresa a rimanere nell'ombra, allora questa strategia appare la più adatta a garantire il sostentamento degli operatori in un mercato sempre più competitivo e dinamico.

Ad oggi, la disciplina europea impone a tutti gli operatori, inclusi banche, assicurazioni e altri soggetti attivi nel settore finanziario, di rilasciare periodicamente un'informativa chiara e trasparente sui propri prodotti e servizi, che ricomprenda anche delle informazioni relative alle caratteristiche di sostenibilità che essi perseguono o favoriscono.

Nello specifico la SFDR, anche attraverso i suoi aggiornamenti introdotti tramite il Regolamento delegato 2022/1288, impone agli operatori e ai consulenti finanziari l'obbligo di pubblicare, sulle proprie interfacce online, le informazioni relative alle esternalità negative sull'ambiente, ai rischi connessi, e alle caratteristiche ESG dei prodotti e servizi offerti¹¹¹.

Molto spesso però queste informazioni risultano altamente generiche e confusionarie, aumentando il rischio di *information overload* per l'investitore e distogliendo l'attenzione da quegli elementi che veramente possono rivelarsi determinanti nella fase decisionale.

Una possibile soluzione potrebbe consistere in una più netta distinzione tra i diversi gradi di importanza delle informazioni, per guidare gli operatori nella pubblicazione online di contenuti generali ed essenziali, utili a descrivere le caratteristiche base di prodotti e servizi offerti.

A queste informazioni primarie potrebbe seguire, su richiesta esplicita del singolo investitore, una comunicazione più dettagliata e personalizzata, relativa a peculiarità specifiche in materia di sostenibilità, così da favorire un processo di investimento il più possibile equo e consapevole.¹¹²

In questo contesto si inserisce il Regolamento UE 2023/2859¹¹³, istitutivo del sistema ESAP (*European Single Access Point*), che mira alla creazione di uno spazio digitale centralizzato dedicato alla raccolta di tutte le informazioni pubbliche riguardanti i prodotti

¹¹¹ Commissione Europea, *Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, 11 novembre 2024, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/sustainability-related-disclosures-in-the-financial-services-sector.html>

¹¹² Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, cit.

¹¹³ REGOLAMENTO (UE) 2023/2859 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 13 dicembre 2023, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302859

e servizi finanziari dell'Unione Europea. A partire dalla data in cui verrà reso disponibile al pubblico, ovvero intorno all'estate 2027, questo sistema permetterà alla totalità degli investitori dell'Unione di accedere gratuitamente e in modo centralizzato alla totalità di dati e informazioni relative ai prodotti presenti sul mercato, per rendere i processi di investimento il più possibile informati e consapevoli.¹¹⁴

La messa a terra dell'iniziativa legata all'ESAP potrebbe costituire un punto di svolta decisivo per la creazione dell'Unione del Risparmio e degli Investimenti, strategia che punta all'indirizzamento dei risparmi nei confronti di investimenti produttivi, stimolando così la crescita economica degli Stati membri¹¹⁵. Inoltre, l'ESAP favorirebbe il raggiungimento della tanto auspicata Capital Market Union, facilitando l'accesso alla totalità delle informazioni relative ai mercati e agli elementi di sostenibilità in essi integrati.¹¹⁶

Accanto a questi sistemi relativi alla condivisione di informazioni in modo più semplice e centralizzato, sembra doveroso inserire un meccanismo normativo che consenta l'identificazione del *greenhushing* come illecito, per disincentivare gli operatori attivi nell'omissione di informazioni ESG e correlate, che diverrebbero così azioni sanzionabili. Se si distoglie l'attenzione dall'ambito strettamente finanziario e sostenibile e si osserva invece il contesto generale del mercato, l'omissione di informazioni rilevanti per prodotti e servizi è già oggetto di attenzione da parte del legislatore.¹¹⁷ Questo è il caso, ad esempio, della già citata Direttiva 2005/29/CE in materia di pratiche commerciali sleali, volta alla promozione della concorrenza e alla tutela dei consumatori.

Nello specifico, l'articolo 7 della suddetta Direttiva, denominato "Omissioni Ingannevoli"¹¹⁸, condanna e considera sleale quella pratica commerciale che consiste

¹¹⁴ Consiglio dell'Unione Europea, *Facilitare l'accesso alle informazioni sulle imprese per gli investitori: raggiunto un accordo provvisorio sul punto di accesso unico europeo (ESAP)*, 23 maggio 2023, disponibile su: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/05/23/easy-access-to-corporate-information-for-investors-provisional-agreement-reached-on-the-european-single-access-point-esap/>

¹¹⁵ Commissione Europea, *Strategia sull'Unione del risparmio e degli investimenti: migliorare le opportunità finanziarie per i cittadini e le imprese dell'UE*, 19 marzo 2025, disponibile su: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_25_802

¹¹⁶ *ESAP: organismi di raccolta dei dati e funzionalità del punto di accesso unico*, DB – Non solo Diritto Bancario, 30 ottobre 2024, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/art/esap-organismi-di-raccolta-dei-dati-e-funzionalita-del-punto-di-accesso-unico/>

¹¹⁷ Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, cit.

¹¹⁸ DIRETTIVA 2005/29/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 11 maggio 2005, articolo 7, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005L0029>

nell'omissioni di informazioni ritenute rilevanti per il processo di acquisto del consumatore finale.

È interessante notare come, seppur non esplicitamente relativa al nostro ambito di analisi, questa normativa possa rivelarsi di aiuto qualora venisse estesa anche al settore finanziario e, nello specifico, alle caratteristiche ESG. Il processo di occultamento delle informazioni rilevanti, per questa Direttiva, potrebbe infatti configurarsi come una forma di *greenhushing* applicata a prodotti con contenuti extra-sostenibili.

Se si sfruttasse questa consapevolezza in sede di revisione della *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), si potrebbe estendere anche al contesto ambientale e sostenibile la previsione secondo cui l'omissione di informazioni circa le caratteristiche intrinseche dei prodotti debba essere considerata come illecito, al pari delle pratiche commerciali ingannevoli.

Questa ipotesi non appare affatto remota, dal momento che nella pratica sono già stati effettivamente riscontrati casi in cui delle pratiche di *greenwashing* sono state sanzionate come atti di concorrenza sleale ai sensi dell'art. 2598 del Codice civile. Questo è il caso, ad esempio, dell'ordinanza cautelare n. 712/2021 del Tribunale di Gorizia, che ha ritenuto generiche e non attendibili le informazioni ambientali diffuse dalla propaganda di una società produttrice di microfibra, pubblicizzata come ecologica e riciclata. Questo si è configurato come il primo provvedimento in Italia ad aver sanzionato un fenomeno di *greenwashing*.

L'ordinanza ha disposto l'immediata rimozione dei *green claims* ingannevoli, prevedendo anche sanzioni accessorie in quanto riconosciuto come illecito concorrenziale.

Tutto ciò è avvenuto anche alla luce dell'articolo 2 del Codice del Consumo, che vieta dichiarazioni fuorvianti sulle caratteristiche dei prodotti, incluse omissioni e ambiguità, che inducono in errore i consumatori durante il processo di acquisto.¹¹⁹

Prendendo atto di queste considerazioni, appare auspicabile e anche giuridicamente fondata la possibilità di estendere questi principi anche allo specifico settore della finanza sostenibile.

¹¹⁹ Palazzini F., “*Greenwashing*” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale, *Rivista Giuridica Ambiente* – 2021, disponibile su: <https://www.torrossa.com/de/resources/an/5299505#>

La ristrutturazione del quadro normativo in materia di trasparenza informativa per le informazioni a carattere ambientale e sociale potrebbe rappresentare un'occasione senza precedenti per il riconoscimento formale della sostenibilità e della finanza anche all'interno della più ampia e generica disciplina del commercio. Ciò permetterebbe di ricomprendere sotto il novero delle fattispecie sanzionabili anche il fenomeno del *greenhushing*.

Se questa decisione dovesse essere interpretata come capace di appesantire ulteriormente l'architettura regolamentare già esistente, alimentando l'*information overload* e aggravando le difficoltà nel conformarsi ad una normativa sempre più ampia e complessa, si potrebbe invece valutare un'alternativa coerente con quanto appena trattato.

In tal senso, una possibile soluzione consisterebbe nell'estendere l'ambito di applicazione della Direttiva 2005/29/CE a tutti i soggetti identificabili come consumatori, inclusi gli investitori professionali e *retail*. Tale ampliamento sancirebbe l'indipendenza dal contesto in cui la dichiarazione viene emessa, ricomprendendo quindi anche quello più specifico del settore finanziario.¹²⁰

In definitiva, per riconoscere il *greenhushing* come uno dei principali fenomeni distorsivi in materia di asimmetria informativa nei mercati, risulta necessario un intervento del legislatore volto alla riformulazione del quadro normativo, per quanto tale processo si presenti come ambizioso e complesso.

Solo attraverso l'introduzione di un'architettura regolamentare armonizzata a livello dell'Unione Europea, le imprese potranno finalmente valorizzare le caratteristiche di sostenibilità nella loro essenza più autentica, considerandole come *asset* strategici da tutelare ed evidenziare di fronte al pubblico degli investitori, attratti in buona fede e coinvolti attivamente nel processo di transizione verde.

Il sistema finanziario, così come gli attori operanti in esso, appare pronto ad una svolta direzionale capace di tutelare in maniera adeguata i profili ambientali, sociali e di *governance*, promuovendo una gestione responsabile orientata al benessere della collettività.

In quest'ottica, un supporto regolamentare da parte dei legislatori si configura come indispensabile per l'elaborazione di uno standard di *disclosure* che contribuisca in modo

¹²⁰ Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, cit.

solido allo sviluppo di una cultura imprenditoriale realmente indirizzata alla sostenibilità, e che sia quanto più autentica e credibile.

Conclusioni

Dall'analisi condotta nel presente elaborato emerge come i fenomeni del *greenwashing* e del *greenhushing* siano ormai sempre più presenti e impattanti nei mercati finanziari. Nonostante i progressi regolamentari compiuti a livello europeo in materia di finanza sostenibile, l'*inflazione normativa*, determinata dal continuo incremento delle disposizioni in materia, è sfociata in una crescente complessità e in difficoltà di adeguamento agli standard di *compliance* imposti dalla legge. È evidente, dunque, come permangano criticità legate alla scarsa qualità e affidabilità dei dati ESG oggi disponibili sul mercato.

Va sottolineato altresì che, con riferimento al fenomeno del *greenhushing*, il legislatore si trovi ancora in una fase di valutazione dell'ampiezza degli impatti che tale pratica può generare sul mercato.

L'elaborato si apre sottolineando la crescente attenzione rivolta agli interessi degli *stakeholder* e, più in generale, della collettività, sempre più orientata a sostenere il raggiungimento di obiettivi ambientali e sociali. Tuttavia, le dinamiche più recenti, in particolare legate all'omissione di dichiarazioni verdi e all'occultamento di *performance* ESG, sembrano riportare l'orientamento degli investitori verso un approccio nuovamente focalizzato sul solo profitto economico. Questa inversione di tendenza potrebbe essere la diretta conseguenza di una progressiva perdita di fiducia da parte degli investitori, timorosi di ricadere in pratiche fraudolente o disincentivati dalla carenza di prodotti realmente sostenibili presenti sul mercato.

Di fatto, le istituzioni nazionali ed europee, sotto la crescente pressione della società civile e, più in generale, di tutti gli *stakeholder*, sono già attive nella riformulazione di un quadro normativo *ad hoc*, in grado di tutelare adeguatamente gli investitori su scala europea. Tale riforma dovrebbe puntare a rafforzare i meccanismi di *disclosure*, prevedere un sistema di incentivi armonizzato, riconoscere i fenomeni analizzati come pratiche sleali di mercato e definire chiaramente gli standard applicativi, che il sistema multilivello vigente in materia ha già tentato di introdurre, pur permanendo alcune criticità e lacune normative. È auspicabile che i principi della *better regulation* e del *less is more* guidino il legislatore nella revisione del quadro regolatorio, così da promuovere comportamenti coerenti con i caratteri di sostenibilità e restituire al mercato la fiducia degli investitori nei confronti dei

fattori ambientali, sociali e di *governance* societaria, in linea con la transizione sostenibile.

Il presente lavoro mira a contribuire alla riflessione dottrinale sul posizionamento della sostenibilità tra i criteri di scelta nel processo di investimento, oggi alterato da fenomeni che distorcono le normali dinamiche di mercato.

Tutto ciò tende a ridurre la sostenibilità ad una mera etichetta attrattiva, oppure a farla apparire come una causa di problematiche di *compliance* e un presupposto per omettere informazioni rilevanti, quando invece dovrebbe essere percepita come parte integrante di un mercato trasparente, un obiettivo autentico orientato alla creazione di valore nel lungo periodo.

Bibliografia e sitografia

Agnew J.R., Szykman L.R., *Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience*, maggio 2004, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=1142932>

Alikhan S., *Greenhushing: quale impatto avrà sugli sforzi di sostenibilità nei servizi finanziari?*, 13 maggio 2024, disponibile su: <https://www.finextra.com/the-long-read/1015/greenhushing-how-will-it-impact-sustainability-efforts-in-financial-services>

Ammannati L., Canepa A., *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, disponibile su: http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2022_04_RTDE_supplemento.pdf

Amorosino S., *La “Costituzione economica”*, in *Diritto Pubblico dell'economia*, CEDAM, Capitolo VI, 2023.

Banca d'Italia, *Finanza sostenibile*, disponibile su: <https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile>, consultato il 03/03/2025.

Banca D'Italia, *Testo Unico Bancario*, versione aggiornata alla legge 11 marzo 2025, n. 28, disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>

Bassi A., Lamandini M., Mollo G., Troisi A., Vella F., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, disponibile su: <https://www.astrid-online.it/static/upload/qg33/qg33.pdf>

Berg F., Koelbel, Rigobo R., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, 23 May 2022, disponibile su: <https://academic.oup.com/rof/article/26/6/1315/6590670>

Borsa Italiana, *Glossario finanziario – Trasparenza*, disponibile su:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/trasparenza.html>

Capriglione F., *Sostenibilità mercato ambiente. Una riflessione introduttiva*, *Rivista di Diritto Bancario*, disponibile su:
https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/capriglione_2024.pdf

Commissione Europea, *Corporate sustainability due diligence*, disponibile su:
https://commission.europa.eu/business-economy-euro/doing-business-eu/sustainability-due-diligence-responsible-business/corporate-sustainability-due-diligence_en

Commissione Europea, *Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita*, disponibile su:
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_18_1404

Commissione Europea, *Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, 11 novembre 2024, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/sustainability-related-disclosures-in-the-financial-services-sector.html>

Commissione Europea, *Strategia per la finanza sostenibile – Strategia rinnovata 2021*, disponibile su: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1&format=PDF

Commissione Europea, *Strategia sull'Unione del risparmio e degli investimenti: migliorare le opportunità finanziarie per i cittadini e le imprese dell'UE*, 19 marzo 2025, disponibile su: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_25_802

Commissione Europea, *Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare*, 11.3.2020, disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0098>

Consiglio dell'Unione europea, *Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici*, disponibile su: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/paris-agreement-climate/>

Consiglio dell'Unione Europea, *Facilitare l'accesso alle informazioni sulle imprese per gli investitori: raggiunto un accordo provvisorio sul punto di accesso unico europeo (ESAP)*, 23 maggio 2023, disponibile su: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/05/23/easy-access-to-corporate-information-for-investors-provisional-agreement-reached-on-the-european-single-access-point-esap/>

Consob, *Piano strategico 2025-2027*, disponibile su: <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/ps2527>

Corte P., *Greenwashing: Guida breve alla Direttiva UE 2024/825 e le nuove pratiche sleali sui claims ambientali e di sostenibilità*, 19 marzo 2024, disponibile su: <https://www.studiolegalecorte.it/post/greenwashing-guida-direttiva-2024-825-green-claims>

Credit Suisse, *"The young consumer and a path to sustainability"*, febbraio 2022, disponibile su: <https://img.esg360.it/wp-content/uploads/2022/02/09195844/csri-the-young-consumer-and-a-path-to-sustainability-1.pdf>

Davola A., *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Rivista di Diritto Bancario*, p. 514, disponibile su: https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/davola.pdf

Davola A., *The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, 2024, disponibile su: https://rivista.dirittobancario.it/sites/default/files/pdf_c/davola_2024_0.pdf

De Grandis C., *Climate Financial Rating: dagli obblighi di reporting legati alla sostenibilità ambientale, sociale, di governance ai criteri fissati nella tassonomia UE*, in

La finanza nell'età degli algoritmi, Giappichelli, 2023, disponibile su: https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/openaccess/9791221151091.pdf?srlt id=AfmBOopRvnNxEWcET5FG5XBplQHELG_uRpivqNnH2khWqDy1Jznse1DT

EFAMA, *Response to esma's consultation paper "guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements"*, 26 April 2022, disponibile su: https://www.efama.org/sites/default/files/files/22-4007_EFAMA_ESMA%20CP%20revised%20suitability%20guidelines.pdf#:~:text=%5BPDF%5D%20CONSULTATION%20RESPONSE%20,more%20knowledge%20about%20sustainable

Egidi M., *Razionalità limitata*, in *Sistemi Intelligenti*, gennaio 2003, disponibile su: https://www.researchgate.net/publication/320608645_Razionalita_limitata

ESAP: organismi di raccolta dei dati e funzionalità del punto di accesso unico, DB – Non solo Diritto Bancario, 30 ottobre 2024, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/art/esap-organismi-di-raccolta-dei-dati-e-funzionalita-del-punto-di-accesso-unico/>

ESMA, *"Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, 4 giugno 2024, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf

ESMA, *Guidelines on Mifid II product governance*, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance.pdf

ESMA, *MiFID II - Annex II*, disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/annex->

ii#:~:~text=In%20the%20course%20of%20that,following%20criteria%20shall%20be%20satisfied

ESMA, *SMSG advice to ESMA on the ESAs' Call for Evidence on Greenwashing*, 19 gennaio 2023, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/01/ESMA-SMSG-advice-on-greenwashing.pdf>

ESMA, *Sustainable investments: Facilitating the investor journey - A holistic vision for the long term*, disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA36-1079078717->

2587_Opinion_on_the_functioning_of_the_Sustainable_Finance_Framework.pdf#:~:te
xt=,of%20%27vital%27%20information%20for%20less

Ettinger A., Grabner-Kräuter S., Okazaki S., Terlutter R., “*The Desirability of CSR Communication versus Greenhushing in the Hospitality Industry: The Customers’ Perspective*”, 18 giugno 2020, disponibile su: <https://journals.sagepub.com/doi/epub/10.1177/0047287520930087>

EU Commission Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Spotlight on Taxonomy*, disponibile su: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-12/sustainable-finance-taxonomy-spotlight_en.pdf

European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, 2 febbraio 2021, disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf

Felisatti V., *Climate change litigation in pillole: un focus su alcuni profili di responsabilità statale*, disponibile su: <https://www.ambientelegale.it/magazine/climate-change-litigation-in-pillole-un-focus-su-alcuni-profil-di-responsabilita-statale>

Financial Times, *Companies count the cost of compliance with green regulation*, 16 maggio 2024, disponibile su: <https://www.ft.com/content/276028dc-a492-44ec-9eee-58d9fb51c159>

Foà D., *Sustainability-linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi*, in Supplemento al N.3 2024, disponibile su: http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2024_03_RTDE.pdf

Font X., Elgammal I., Lamond I., “*Greenhushing: the deliberate under communicating of sustainability practices by tourism businesses*”, 29 Mar 2016, disponibile su: <https://www.tandfonline.com/doi/epdf/10.1080/09669582.2016.1158829?needAccess=true>

Forbes, *Why Doing Good Is Good For Business*, disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/deloitte/2020/01/21/why-doing-good-is-good-for-business/>

Global Reporting Initiative, *Double materiality. The guiding principle for sustainability reporting*, disponibile su: <https://www.globalreporting.org/media/rz1jf4bz/gri-double-materiality-final.pdf>

Grant J., *Green marketing: Il manifesto*, 2007.

Greenwashing: l'SMSG chiede chiarimenti alle ESAs sulla definizione, DB – Non solo Diritto Bancario, 20 gennaio 2023, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/art/greenwashing-lsmsg-chiede-chiarimenti-alle-esas-sulla-definizione/#:~:text=L'SMSG%20ritiene%20che%20prima,costituirebbero%20un'attivita%20di%20greenwashing.>

Gröbner A., *Gli obblighi informativi a carico delle imprese nella rendicontazione di sostenibilità*, 15 ottobre 2024, disponibile su: <https://www.reviconsult.it/it/news/32-gli-obblighi-informativi-a-carico-delle-imprese-nella-rendicontazione-di-sostenibilita>

Ho V.H., *Disclosure Overload? Lessons For Risk Disclosure & ESG Reporting Reform From The Regulation S-K Concept Release*, 2020, disponibile su: <https://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3430&context=vlr>

IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, disponibile su: <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>, consultato il 14 aprile 2025

J.P. Morgan Asset Management, *Comprendere il regolamento SFDR: una guida per gli investitori al regolamento dell'Unione Europea relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, disponibile su: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

Lagoarde-Segot T., *Financialization: Towards a new research agenda*, in *International Review of Financial Analysis*, maggio 2017.

Miglietta A., *ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo*, disponibile su: <https://journals.francoangeli.it/index.php/cgrds/article/view/12675>, consultato il 09/03/2025

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, *Responsabilità sociale delle imprese e delle organizzazioni*, disponibile su: <https://www.lavoro.gov.it/temi-e-priorita/terzo-settore-e-responsabilita-sociale-imprese/focus-on/responsabilita-sociale-imprese-e-organizzazioni/pagine/default>

Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, *L'Agenda 2030 e il contesto internazionale*, disponibile su: <https://www.mase.gov.it/pagina/il-contesto-internazionale#:~:text=Nel%20Rapporto%20Brundtland%20%C3%A8%20contenuta,future%20di%20soddisfare%20i%20propri%E2%80%9D>

Ministero dell'Economia e delle Finanze, *BTP Green*, disponibile su: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/

Palazzini F., *“Greenwashing” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale*, Rivista Giuridica Ambiente – 2021, disponibile su: <https://www.torrossa.com/de/resources/an/5299505#>

Panetta F., *Finanza sostenibile: trasformare la finanza per finanziare la trasformazione*, intervento disponibile su, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125_1~2d98c11cf8.it.html, consultato il 06/03/2025

Pellegrini M., *Diritto Pubblico dell'economia*, CEDAM, Capitolo XVIII, 2023.

Percorso Finanza, *La classificazione della clientela*, disponibile su: <https://www.percorsofinanza.it/percorsi/percorso-approfondito-risparmio-investimenti/mifid/classificazione-clientela/#:~:text=La%20clientela%20al%20dettaglio%20o,profilatura%20e%20compilazione%20del%20questionario>

Pezzuto A., *Consob: il nuovo Piano strategico 2025-2027 tra innovazione e sostenibilità*, 28 aprile 2025, disponibile su: https://www.tidona.com/consob-il-nuovo-piano-strategico-2025-2027-tra-innovazione-e-sostenibilita/#_ftn2

PwC Italia, *RegTech*, disponibile su: <https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech/regtech.html>

PwC, *Corporate Sustainability Reporting Directive: la nuova direttiva che cambia lo scenario ESG*, disponibile su: <https://www.pwc.com/it/it/publications/docs/pwc-csrd-nuova-direttiva-scenario-esg.pdf>

Relazione Di Sostenibilit  Dell'opera - Requisiti DNSH, 16 aprile 2024, disponibile su: https://www.hlserviziocloud.it/pgt/sites/default/files/users/013144/ATTI/D78H21000480007/PE+CSE_Roggia-Molinara_Aggiornamento_PDF/09_RELAZIONE%20DI%20SOSTENIBILITA'%20DELL'OPERA%20DNSH_Rev.1.pdf

Rock E., *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, in *Cardozo Law Review*, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=310119>

Setzer J., Higham C., *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, giugno 2024, disponibile su: <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2024/06/Global-trends-in-climate-change-litigation-2024-snapshot.pdf>

Setzer J., Higham C., Jackson A., Solana J., European Central Bank, *Climate change litigation and central banks*, dicembre 2021, disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scplps/ecb.lwp21~f7a250787a.en.pdf>

SFDR: approvate le modifiche agli standard tecnici RTS, DB – Non solo Diritto Bancario, 5 dicembre 2023, disponibile su: <https://www.dirittobancario.it/art/sfdr-approvate-le-modifiche-agli-standard-tecnici-rts/>

South Pole, *“Survey finds that most companies across nearly all sectors are going quiet on green goals”*, 17 gennaio 2024, disponibile su: <https://www.southpole.com/news/survey-finds-most-companies-going-quiet-on-green-goals>

Treccani, Voce “Metodismo”, disponibile su:
<https://www.treccani.it/enciclopedia/metodismo/>

UN Climate Change, Testo integrale dell’Accordo di Parigi, disponibile su:
https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf

UNEP FI, *EU Climate Benchmarks: All members call*, disponibile su:
https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2022/02/Climate-Benchmarks_all-members-presentation.pdf

United Nations, *Heightened Human Rights Due Diligence for Business in Conflict-Affected Contexts. A Guide*, disponibile su:
https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2022-06/UNDP_Heightened_Human_Rights_Due_Diligence_for_Business_in_Conflict-Affected_Context.pdf

United Nations, *The 17 Goals*, disponibile su: <https://sdgs.un.org/goals>

United Nations, *The Sustainable Development Goals Report 2024 – Progress towards the SDGs: advanced unedited version*, disponibile su:
<https://unstats.un.org/sdgs/files/report/2024/SG-SDG-Progress-Report-2024-advanced-unedited-version.pdf>

Vannini R., *Command and control*, Treccani, disponibile su:
[https://www.treccani.it/enciclopedia/command-and-control_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/command-and-control_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

World Bank, *Who Cares Wins, 2004–08*, disponibile su:
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PUBLIC.pdf>

World Health Organization, *Millennium Development Goals (MDGs)*, disponibile su:
[https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/millennium-development-goals-\(mdgs\)](https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/millennium-development-goals-(mdgs))