

# DERIVATI SOSTENIBILI, "GREEN-WASHING" E TUTELA LEGALE: DALLO "STAKEHOLDER" AL "GREEN STAKEHOLDER".

**Prof. Pierre de Gioia Carabellese\* - Avv. Simone Davini**

## *Abstract*

Il derivati collegati a fattori di sostenibilità, oggetto di una recente comunicazione dell'ISDA, *International Swaps and Derivatives Association*, rappresentano nel presente contributo l'occasione per una disamina più ampia, connessa ai fattori di sostenibilità quali obiettivi sottesi, contrattualmente e/o statutariamente, non solo ai contratti speculativi, ma anche agli altri prodotti bancari, finanziari e assicurativi, e da ultimo anche alla stessa attività dell'impresa esercitata in forma collettiva, in cui sia esplicitato un fattore di tal fatta. In tal scenario si prende in considerazione anche il "downside", il rovescio della medaglia, della sostenibilità, il *greenwashing*, e dunque i rischi derivanti da una violazione delle promesse di sostenibilità (il *green default*), e le forme, antiche e nuove, di tutela per individui e gruppi, a fronte di quello che a livello dottrinale viene ritenuto sempre di più un *green default*.

*Derivatives or, better, speculative contracts, pegged to sustainability factors, constitute the subject matter of very recent ISDA guidelines. This piece of "soft law" constitutes the opportunity of a more in-depth analysis concerned with the sustainability and its factors, entailed, either by contract or by bylaws, to the business entities. In this scenario, the contribution takes pain to examine the downside of the sustainability and, therefore, the risks arising out of the violation of sustainability commitments. These factors, either new or "ancient", aimed to protect both the individuals and the groups, are increasingly regarded, by scholars, as "green defaults".*

**SOMMARIO:** **1.** Introduzione; **2.** I derivati di credito collegati alla sostenibilità; **3.** I derivati scambiati nei sistemi multilaterali connessi agli obiettivi di sostenibilità; **4.** *Emissions Trading*; **5.** Le energie e i carburanti rinnovabili: relativi contratti; **6.** I derivati collegati a catastrofi ambientali e alla meteorologia; **7.** La tutela degli *stakeholders* nei derivati e prodotti sostenibili; **8.** Dalla *corporate social responsibility* al *green stakeholder*?!

## 1. Introduzione.

Ad una prima approssimativa analisi, il settore bancario potrebbe risultare antitetico all'ambiente e a obiettivi di sostenibilità, avendo il primo caratteristiche di profitto che possono risultare in contrasto con le intrinseche finalità pubblicistiche della sostenibilità.

Eppure, la *banking regulation*, prima ancora che vi fossero i ben noti eventi mondiali del 2020, era già stata interessata da un processo di ridefinizione dei propri obiettivi, nel senso di ricomprendere l'ambiente e il rischio ambientale. La realizzazione di obiettivi di *market discipline*, di corretto operare dell'impresa bancaria, non può ora prescindere da una gamma di rischi che ricomprendono anche una serie di *externalities*, di fattori esterni all'impresa. Fra questi fattori negativi esterni, vi è anche l'ambiente e le sfide di sostenibilità ambientale che possano impattare sulla banca<sup>1</sup>.

Il quadro delle sfide ambientali al settore bancario e finanziario si arricchisce ulteriormente, con la previsione ora di una *soft law*, che si commenta in questo lavoro, con la quale, nella contrattualistica internazionale, in particolare in tema di derivati, si mira a definire il quadro dei prodotti di natura speculativa i quali, direttamente ovvero indirettamente, si ricollegano all'ambiente.

In tale logica va letto ed interpretato un recente documento pubblicato dall'ISDA<sup>2</sup>, la *International Swaps and Derivatives Association*, con il quale questa organizzazione internazionale di stampo privatistico, eppure molto influente<sup>3</sup>, pone in risalto il rapporto fra i contratti derivati negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (di seguito anche "derivati OTC" o "derivati") e la finanza sostenibile che, a sua volta, fa riferimento al concetto di sviluppo sostenibile<sup>4</sup>.

---

1\* (*Ph.D. - LL.M. - Solicitor and Notary Public - Avv. - Full Professor of Law*).

1. Sebbene il lavoro sia il frutto di una disamina ed analisi congiunta, i paragrafi 1, 2 e 3 vanno attribuiti a Simone Davini, mentre i paragrafi 4, 5, 6, 7 e 8 vanno attribuiti a Pierre de Gioia Carabellese.

Per tutti, nella letteratura internazionale, cfr. K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2019, p. 356.

2 ISDA, *Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions*, 11 gennaio 2021, in <https://www.isda.org/2021/01/11/overview-of-esg-related-derivatives-products-and-transactions/>.

3 Gli articolati di *soft law* di una organizzazione come l'ISDA non sono norme, ma tuttavia, data l'importanza dell'organizzazione da cui provengono, presentano caratteristiche di persuasione morale, sicché è difficile negarne la cogenza *de facto*, soprattutto nei comportamenti che vengono ingenerati presso gli operatori internazionali.

4 Su questa materia vedi anche, S. DAVINI, P. DE GIOIA CARABELLESE, *Derivati ESG ed altri prodotti finanziari sostenibili*, in *Diritto bancario*, 2021, [www.dirittobancario.it/approfondimenti/derivati/derivati-esg-ed-altri-prodotti-finanziari-sostenibili](http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/derivati/derivati-esg-ed-altri-prodotti-finanziari-sostenibili).

Tale concetto viene infatti sempre più applicato alla finanza nella prospettiva di preservare l'ambiente e le risorse utili a creare valore nel tempo per l'intero eco (e socio) sistema mondiale.

Al riguardo, viene evidenziato che, nella logica di un'economia sostenibile - che richiede, per sua natura, volumi crescenti di finanziamenti a lungo termine - il settore dei servizi finanziari "rappresenterà un partner essenziale nel fornire finanziamenti e nel gestire i rischi associati agli investimenti sostenibili, inclusi i rischi di progetto e di tasso di interesse e di valuta"<sup>5</sup>.

In sostanza i derivati, verso cui la dottrina e la giurisprudenza italiana non sempre hanno espresso un giudizio benevolo, tendono a favorire un maggiore afflusso di capitali verso investimenti c.d. "sostenibili" (quali, in particolare, quelli con obiettivi di miglioramento dell'ambiente, del contesto sociale e del modo in cui si governa lo sviluppo mondiale), svolgendo una importante funzione di copertura (c.d. "hedging") di taluni rischi collegati a tali investimenti.

Questi rischi connessi agli obiettivi di sostenibilità vengono anche identificati dall'ISDA attraverso un acronimo di tre parole inglesi: "*environmental, social and governance factors* or ESG"<sup>6</sup>. In aggiunta a ciò, i derivati con focus ambientale, come si potrebbe definire il nuovo *genus* di derivati, svolgono funzioni ulteriori, fra cui quelle di facilitare la trasparenza, la migliore definizione del prezzo (*price discovery*) e l'efficienza del mercato. Da un punto di vista dello scopo, poi, gli stessi tendono a favorire anche l'adozione di orizzonti finanziari di lungo periodo, piuttosto che di breve e medio periodo, essendo per contro tali orizzonti finanziari più corti maggiormente tipici dei derivati tradizionali<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> ISDA, *op. cit.*, p. 1.

<sup>6</sup> Gli *ESG investing* o "investimenti ambientali, sociali e di governo [globale]", in breve investimenti sostenibili, sono definiti, dall'ISDA (ISDA, *op. ult. cit.*, p. 16) come "investimenti in una attività economica che contribuisce ad un obiettivo ambientale, quale misurato da indicatori chiave di efficienza delle risorse sull'uso dell'energia, dell'energia rinnovabile, sui materiali grezzi, sull'acqua e le risorse terrestri, sulla produzione di rifiuti e sulle emissioni di gas ad impatto ambientale, o sull'impatto in tema di biodiversità ed economia circolare. Può essere anche un investimento in un'attività economica che contribuisce ad un obiettivo economico, mira a ridurre le disuguaglianze sociali, ovvero promuove coesione sociale, integrazione sociale in comunità svantaggiate da un punto di vista sociale [...]" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

Sempre nell'ambito degli *investing*, ma più afferenti al concetto di strumenti di capitale di rischio, vi sono i *sustainable development investing*, che costituiscono "l'utilizzo di capitale in modo da contribuire allo sviluppo sostenibile, usando gli Obiettivi di sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite quale base di riferimento" (traduzione dall'inglese di chi scrive). Sono quindi strumenti di capitale di rischio, volti ad aumentare la disponibilità di capitale da destinare, nell'ottica della sostenibilità, a prodotti, servizi, operazioni e a settori vari. Da ultimo, i *socially responsible investing* costituiscono "investimenti il cui obiettivo è quello di realizzare un utile di natura finanziaria, sebbene attraverso il rispetto di criteri etici, ambientali e/o sociali" (traduzione dall'inglese di chi scrive).

<sup>7</sup> Nella letteratura internazionale, per una disamina in tema di derivati, cfr. A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, 6<sup>a</sup> ed., Sweet & Maxwell, London, 2017.

I derivati *ESG* (o *ESG derivative*) o contratti speculativi, come forse dovrebbero essere definiti, ad utilizzare la nomenclatura di Oltrematica<sup>8</sup>, costituiscono dunque la più recente frontiera dei derivati, le cui maggiori sfide sono volte a rendere maggiormente edotti i partecipanti al mercato del rapporto esistente fra derivati e finanza sostenibile e le relative tutele apprestate in favore degli *stakeholders*.

La legislazione europea ha già mosso i primi passi concreti in tal senso, attraverso una normativa, incentrata sul Regolamento 2019/2088<sup>9</sup>, che impone determinati doveri di trasparenza alle imprese di investimento, alle banche che prestano servizi di gestione di portafogli, alle imprese di assicurazione e agli *asset manager*. Tali doveri riguardano la natura (o etichetta) *ESG* dei prodotti finanziari offerti (inclusi i derivati) e la sua stretta correlazione con gli obiettivi di sostenibilità che devono risultare chiari, concreti, realistici e misurabili.

Ciò premesso, nel presente contributo si segnalano la struttura e le caratteristiche dei principali derivati con motore *ESG* (gli “*ESG derivatives*”), inclusi gli indici di *credit default swap* collegati agli *ESG*, i derivati scambiati nei mercati non regolamentati su indici di capitale pure collegati agli *ESG*, i derivati su energia

---

<sup>8</sup> Nel *contract law* sia nel sistema anglo-gallese, che in quello scozzese, prevale la definizione di *speculative contract*, in luogo di “*derivative*”, che appartiene di più al gergo della finanza, ma non al “puro” e ortodosso diritto dei Paesi di lingua inglese. In Scozia, nel Regno Unito, ad esempio, in merito agli *speculative contract*, definiti *sponsiones ludicrae* dalla giurisprudenza cfr. H.L. MACQUEEN, J. THOMSON, *Contract Law in Scotland*, Bloomsbury Professional, Edinburgh, 2020, p. 337. I contratti *sponsiones ludicrae* sono sostanzialmente scommesse, *gaming*, per i quali storicamente le Corti non consentivano azione legale. Tuttavia, con il *Gambling Act 2005*, applicabile a tutto il Regno, il divieto di azione è stato abolito, e dunque i *gaming contracts* sono ora dotati di azione. In materia finanziaria, l’esonero da azione relativa a contratti speculativi è prevista dal *Financial Services and Markets Act 2000, section 412*, nella sua ultima versione. La condizione per cui la validità ovvero attivabilità dinanzi ad una Corte del contratto non sia pregiudicata è precisa al *paragraph 2* della *section 412*: fondamentalmente, il contratto deve essere stipulato da ciascuna parte nell’esercizio di attività di affari, e deve rientrare fra la attività che solitamente esercita quel contraente a livello statutario.

Sulla espressa *enforceability*, ora, dei contratti di *gaming* nel Regno Unito, si fa riferimento anche al *decisum Ivey v Genting Casinos UK Ltd (t/a Crockford Club)* [2017] UKSC 67. Quanto al rapporto fra diritto inglese e derivati, si permette di rinviare a P. DE GIOIA CARABELLESE, “*Derivatives*” in the light of the Recent Financial Crises (*Lehman Brothers*) and through Glimpses of Comparative Analysis, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2010, pp. 234 ss.

<sup>9</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (G.U.U.E. del 9 dicembre 2019). Il predetto Regolamento si applica a partire dal 10 marzo 2021.

rinnovabile<sup>10</sup> e combustibili rinnovabili, i derivati su eventi catastrofici e quelli sul tempo meteorologico.

Più in generale, e da un punto di osservazione specificamente dogmatico, il presente contributo cerca di individuare ed esaminare, alla luce della crescente importanza dei derivati sostenibili, le tutele che devono essere apprestate in favore dell'*economic citizen* che sia potenzialmente beneficiario di (o investitore in) tali prodotti o strumenti, quale che ne sia la configurazione. Trattasi del tema ormai noto quale *greenwashing*, ossia la pratica dell'impresa che, dopo aver attirato un investitore sulla scorta di obiettivi di eco-sostenibilità (c.d. "obiettivi verdi"), lo inganna, non realizzando nella pratica, dopo che il contratto è concluso, quegli stessi obiettivi sostenibili<sup>11</sup>.

In questo senso, si esaminano qui le norme che nell'ordinamento italiano, già tutelano potenzialmente il destinatario dei prodotti di natura sostenibile, e non solo i derivati ESG: a tal fine, l'ordinamento italiano viene rapportato a quello britannico, quale tendenziale parametro di riferimento in materia di "*greenwashing*" (anche sulla scorta del fatto che i derivati ESG sono prevalentemente documentati con contratti retti dalla legge inglese e che il mercato delle operazioni ESG è senz'altro più maturo ed sviluppato di quello nostrano).

La ricerca viene effettuata tenuto conto anche che, al di là delle norme legislative già esistenti, di rango primario, vi sarebbero già norme di rango costituzionale che, tutelando l'integrità dell'ambiente - *lato sensu* - come derivazione del diritto alla salute, o il principio dello sviluppo sostenibile come portato costituzionale delle norme del diritto internazionale che lo sanciscono, costituirebbero già un solido punto di riferimento per la parte potenzialmente danneggiata. Non solo: da un punto di vista di causa del contratto, il collegamento fra sostenibilità ambientale e coerenti

---

<sup>10</sup> L'energia rinnovabile o *renewable energy* è definita, ai sensi del documento ISDA (*Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions*) quale "energia da fonti che sono sostituibili in modo naturale ma limitate nel loro flusso. Le risorse rinnovabili sono virtualmente inesauribili ma limitate nell'ammontare di energia che è disponibile per unità di tempo" (traduzione dall'inglese di chi scrive)

La dottrina internazionale sul tema dell'energia rinnovabile è vasta. Fra i tanti, si rimanda a V. QUASCHNING, *Understanding Renewable Energy Systems*, 2<sup>a</sup> ed., London & New York, 2016; V. NELSON, K. STARCHER, *Wind Energy. Renewable Energy and the Environment*, 3<sup>a</sup> ed., Boca Raton, 2019; J. TWIDELL, *Renewable Energy Resources*, London, 2005. Nella letteratura italiana, di natura economica, con riferimento ai fondi comuni, si rimanda a M. INTONTI, G. FERRI, *I fondi eticamente orientati e la finanza sostenibile*, Aracne, Roma, 2018.

<sup>11</sup> Il tema del *greenwashing*, anche a livello internazionale, sembra essere esaminato più da una prospettiva economica che giuridica. Fra i non molti contributi in inglese si segnala: C. MARQUIS, M. W. TOFFEL, Y. ZHOU, *Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing*, in *Organisation Science*, 2nd February 2016, online; B. PARGUEL, F. BENOÎT-MOREAU, F. LARCENEUX, *How Sustainability Ratings Might Deter 'Greenwashing': A Closer Look at Ethical Corporate Communication*, in *Journal of Business Ethics* volume, 2011, pp. 102 ss.; P. SEELE, L. GATTI, *Greenwashing Revisited: In Search of a Typology and Accusation-Based Definition Incorporating Legitimacy Strategies*, in *Business Strategy and the Environment*, 2015, online.

pattuizioni inserite nei contratti speculativi potrebbe consentire l’elaborazione di una nuova causa, costituzional-ambientale, che giustifica la liceità dei derivati, in Italia così controversi.

## 2. I derivati di credito collegati alla sostenibilità.

I *sustainability linked derivatives* sono stati emessi negli ultimi anni con una certa frequenza. Si tratta pur sempre di operazioni su derivati altamente standardizzate, ma le stesse prendono ad oggetto determinati indicatori di prestazione (c.d. “KPI” – *key performance indicators*), di tal via contrattualizzando obiettivi di sostenibilità. Da una visuale soggettiva, va osservato che si tratta di derivati in cui la controparte dell’istituzione finanziaria con cui vengono stipulati (che è normalmente una società privata, ma teoricamente potrebbe essere anche un ente pubblico) si impegna contrattualmente a realizzare obiettivi di sostenibilità ambientale.

Ad esempio, l’ISDA stessa ricorda alcuni casi di prestiti sindacati ESG di grosso taglio con copertura dei relativi rischi di tasso mediante *ESG derivatives*; una struttura ormai consolidata di questi prestiti comprende una linea di finanziamento *revolving*<sup>12</sup>, dunque flessibile (connessa ad obiettivi di natura societaria, quale ad esempio il “*corporate financing*”), ed una linea *ad hoc* di “*loan*” destinata a finanziare e/o rifinanziare iniziative legate alla sostenibilità<sup>13</sup>. Nell’ambito dei finanziamenti in parola, la componente di derivato sostenibile è tipicamente costituita da un *interest rate swap*, che ingloba un meccanismo di incentivo allineato agli obiettivi di sostenibilità indicati nel contratto di finanziamento.

12 Il concetto di “*revolving credit*” è analizzato in M. HAENTJENS, P. DE GIOIA CARABELLESE, *European Banking and Financial Law*, 2<sup>a</sup> ed., Routledge, London and New York, 2020, pp. 189-214.

13 Un tal esempio empirico sembra confermare la definizione di *green loan*, fornita dallo stesso documento ISDA in commento (ISDA, *Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions*, cit., p. 16). Trattasi di un tipo di prestito, *loan* appunto, “che è reso disponibile esclusivamente al fine di finanziare o rifinanziare, in tutto ovvero in parte, nuovi ovvero già esistenti progetti verdi. Esempi di progetti verdi includono energia rinnovabile, efficienza energetica, prevenzione e controllo dell’inquinamento, gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali viventi e dell’uso della terra, trasporto pulito, gestione di acque e di reflui sostenibili, adattamento al cambiamento ambientale e costruzioni verdi” (traduzione dall’inglese di chi scrive). Ai *green loan*, si affiancano, in quanto leggermente diversi, i *sustainability linked loan*, i quali costituiscono tipologie di prestiti e/o di aperture di credito connesse [...] che incentivano gli obiettivi del *borrower* in merito a obiettivi di prestazioni di sostenibilità ambiziosi [e] predeterminati” (traduzione dall’inglese di chi scrive). Connessa a tale definizione è quella di *green bond*, fornita anche nel medesimo documento ISDA (ISDA, *op. cit.*, p. 16), quali “strumenti di debito i cui importi saranno esclusivamente applicati a finanziare ovvero rifinanziare, in parte ovvero in tutto, qualificati progetti verdi esistenti e che siano allineati alle quattro componenti dei principi delle obbligazioni verdi [*Green Bond Principles*]” (traduzione dall’inglese di chi scrive). A differenza dei *loans*, alquanto perimetrati nella definizione, i *bond* godono di ampie definizioni nel documento ISDA in commento. Accanto ai *green bonds*, appena definiti, vi sono i *social bond*, i *social impact bond*, i *sustainability bond*, i *sustainability-linked bond*, i *transition bond*.

Nel *genus* dei derivati collegati alla sostenibilità rientrano anche i *credit derivatives* (di seguito: CD). A questi si ricorre per la gestione del rischio di credito di una controparte ovvero per la semplice gestione del credito stesso. Si prevede in particolare che, ove i risultati finanziari del creditore ovvero la prestazione del debitore possa variare, e ciò sia dovuto a cambiamenti climatici, la copertura di cui al contratto derivato viene attivata. L'evento che fa scattare la polizza potrebbe essere anche un potenziale evento, piuttosto che un vero e proprio evento, già conclamato, il quale faccia intendere che l'aspetto ambientale del contratto possa essere pregiudicato. Si tratta, dunque, di contratti la cui tipologia è derivata, ma in cui, da un punto di vista causale, la copertura del rischio, in questo caso ambientale, fa assumere, come spesso sottolineato dalla dottrina italiana, una connotazione assicurativa<sup>14</sup>. Ancora, come inferibile da tale contributo, la natura, totalmente esplicitata nel contratto, della sua connotazione ambientale, inferibile dal contratto "speculativo", potrebbe consentire, per tali tipologie, il superamento dei limiti della meritevolezza dei derivati da una prospettiva codicistica, atteso che verrebbe in rilievo una causa ambientale, costituzionalmente garantita, dunque meritevole in quanto prevista da una norma gerarchicamente superiore.

Il CD può assolvere due fondamentali funzioni: da un lato, di copertura di potenziali future perdite a seguito di un evento catastrofico (ad es., un evento atmosferico che comporta la distruzione di un'opera eco-sostenibile), il quale sia prodromico all'inadempienza ovvero all'insolvenza; dall'altro, di copertura del rischio di variazioni del valore di mercato delle obbligazioni ovvero dei prestiti connessi alla sostenibilità dalle quali si prevede possano derivare perdite o potenziali danni futuri.

Con riflessi che possono essere anche di *corporate governance*, alcuni studi dimostrano che maggiore è il fattore di coerenza con gli obiettivi di sostenibilità, minore sarà il rischio di credito; verosimilmente, un'impresa che presenti valori di maggiore coerenza con i fattori ESG può conseguire più alti ricavi e minori rischi di quelli di altra la cui attività non sia informata a tali fattori/obiettivi.

### **3. I derivati scambiati nei sistemi multilaterali connessi agli obiettivi di sostenibilità.**

In relazione al crescente interesse delle imprese alle strategie ESG, i sistemi di scambi globali hanno lanciato recentemente una serie di nuovi *futures* e opzioni

<sup>14</sup> In merito alla causa dei contratti derivati, da un punto di vista di ordinamento italiano, si permette di rinviare a P. DE GIOIA CARABELLESE, S. DAVINI, *Derivati, danno erariale e un obiter dictum sulla causa del contratto speculativo*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, in corso di pubblicazione.

collegati a indici di capitale, il cui *benchmark* è costituito da obiettivi di sostenibilità (ESG). La liquidità che affluisce a tali nuovi strumenti è ancora bassa, anche se le prospettive di loro crescita appaiono rilevanti e inducono a ottimismo. Si tratta dunque di contratti negoziati nei mercati regolamentati, piuttosto che derivati *over-the-counter*<sup>15</sup>.

I *future e options* "ESG", i quali da un punto di vista causale presentano maggiore autonomia, quali contratti speculativi, piuttosto che assicurativi<sup>16</sup>, consentono ai gestori di meglio coprire i rischi degli investimenti di natura sostenibile, di implementarne le relative strategie e di meglio gestire i flussi nell'ambito dei fondi ESG, con conseguente ottimale allocazione delle risorse che affluiscono ai mercati finanziari.

Un aspetto, quest'ultimo, che fa emergere la possibilità di crescita dei mercati medesimi in un contesto di operatività i cui attori sanno guardare al profitto, coniugandolo con i fattori di miglioramento dell'ambiente e con la necessità di preservarlo a beneficio delle future generazioni con la creazione di nuovo valore.

#### **4. Emissions Trading.**

La negoziazione delle c.d. "emissioni" (*emissions trading*) costituisce un approccio empirico finalizzato a ridurre l'inquinamento, ponendo un limite geografico all'ammontare di diossido di carbonio che può essere immesso nell'atmosfera distintamente per specifici settori dell'economia.

Al riguardo, è da ricordare che la definizione di quote di emissione (*allowances*) include due fondamentali componenti: da un lato, un limite all'inquinamento e agli strumenti negoziabili che autorizzino i titolari di dette quote ad emettere una quantità specifica di inquinanti; dall'altro lato, il fatto che tale limite si riduca su base annuale, con l'obiettivo di contenere la quantità complessiva di emissioni in circolazione.

I partecipanti al mercato possono quindi emettere certificati che rappresentino limiti alle emissioni o derivati che siano vincolati a tali limiti. L'acquisto degli uni e degli altri può avvenire tanto in aste (mercato primario) quanto sul mercato secondario; in quest'ultimo attraverso l'acquisto da altre società, che possono averne

---

15 Sulla differenza fra derivati quotati e derivati *over-the-counter*, cfr. M. HAENTJENS, P. DE GIOIA CARABELLESE, *European Banking and Financial Law*, cit., pp. 216-228.

16 È arduo ricostruire le teorie che, in tema di causa, sono rifeunte nell'analisi dei derivati italiani. Fra contratti aleatori, da un lato, e contratti puramente speculativi, dall'altro, le posizioni sono molte, e molto controverse. Cfr. per una ultima rassegna sul tema, P. DE GIOIA CARABELLESE, S. DAVINI, *Derivati, danno erariale e un obiter dictum sulla causa del contratto speculativo*, cit.



in eccesso rispetto a quanto non debbano per esigenze organizzative interne e dunque per esigenze di *compliance*.

Da una prospettiva dell'ordinamento giuridico italiano non è agevole definire la categoria di tali nuove fattispecie. Considerando la loro unilateralità, quali dichiarazioni con cui un emittente, l'impresa che abbia ambizioni ambientali, si obbliga a realizzare taluni obiettivi, potrebbe trattarsi di promesse unilaterali, vincolanti per il soggetto dichiarante ed azionabili da parte del "portatore" che li negozia, nel caso di mancata osservanza degli impegni<sup>17</sup>.

L'ISDA ha emanato un *master agreement* per le *emission allowances* per la negoziazione di *swaps*, *options* e *forwards*. L'ISDA offre anche *format* o schemi negoziali basati su emissioni UE, per la negoziazione di certificati su diossido di carbonio.

## **5. Le energie e i carburanti rinnovabili: relativi contratti.**

Nell'ambito dell'energia rinnovabile i nuovi prodotti che vengono elaborati ed offerti al mercato sono strettamente connessi con gli accordi di acquisto di fonti di energia o *power purchase agreements (PPA)*; si tratta di accordi contrattuali, in notevole crescita negli ultimi anni nella prassi internazionale, che intercorrono fra uno specifico produttore di energia rinnovabile (il venditore) e un compratore operante nello stesso settore energetico, ma non ancora così specializzato nell'energia rinnovabile. I *PPA* possono ridurre la volatilità del prezzo di mercato a beneficio dell'acquirente e rappresentano, per chi sviluppa nuovi prodotti, la garanzia di acquistare energia generata da fonti rinnovabili e, dunque, di sostenere i relativi nuovi progetti di sviluppo. Di per sé tali contratti non vincolano chi li sottoscrive a ridurre la quantità di emissioni di inquinanti che aumentano l'effetto serra; tuttavia, gli stessi costituiscono un catalizzatore di risorse verso progetti di finanziamento concernenti fonti di energia pulita.

Diversa natura hanno i *renewable energy certificates* (noti con l'acronimo *RECs*) che, in quanto titoli di credito, sono strumenti destinati al mercato che rappresentano i diritti di proprietà su prodotti di natura ambientale, sociale e comunque non

---

<sup>17</sup> L'art. 1987 c.c. prescrive, come noto, che la promessa unilaterale di una prestazione "non produce effetti obbligatori fuori dei casi ammessi dalla legge". La tipicità della promessa unilaterale, peraltro contestata in Italia da dottrina più recente (ciò ad iniziare da G. SBISÀ, *La promessa al pubblico*, Giuffrè, Milano, 1974), costituirebbe un limite alla validità di tali nuove figure negoziali. Peraltro, il fatto che le stesse siano rette, spesso, dal diritto inglese ove si riconosce da oltre un secolo tanto la validità (validità) quanto l'attivabilità (*enforceability*) del così detto *unilateral contract* di cui al ben noto precedente *Carlyll v Carbolic Smoke Ball Company* ([1892] EWCA Civ 1) consente di affermare, più agevolmente, che tali nuove pattuizioni non presentano profili di rischi legali.

convenzionale. Tali certificati sono emessi solo quando, in relazione ad uno specifico prodotto, è generata un'ora di valore di un megawatt che derivi da una risorsa di energia di tipo rinnovabile. Un format finalizzato alla negoziazione di certificati di tale tipologia è stato pubblicato dall'ISDA ed è dotato, quanto al mercato nordamericano, di uno specifico supplemento, valido solo per quel mercato. La natura giuridica di tali "certificati", da un punto di vista italiano, è quella di titoli di credito atipici, avendo alcune caratteristiche simili ai titoli di credito, quali ad esempio una certa astrattezza. Va detto che, in una microarea in cui non sembra vi siano contributi domestici, un tema che si porrà in merito a tali prodotti, da una prospettiva di diritto italiano, è la definizione dell'oggetto, in particolare la definizione di concetto di bene, afferente in certificati, di modo che il sottoscrittore abbia una reale contezza dei rischi che va ad assumere.

Da ultimo, molto peculiari sono i *future* su indici del vento o *wind index futures*, i quali sono strumenti finanziari che consentono alla società che li negozia e alle società che operano nell'industria energetica di coprirsi contro i rischi associati alle fluttuazioni relative alla produzione di energia eolica. In tal senso questi sono veri e propri derivati negoziati nei mercati regolamentati, i quali sono già presenti in alcuni mercati, come la Germania, ove vi sono i *future* sull'indice del vento, ma anche negli USA, ove vi sono i *future* negoziati al Nasdaq, il cui obiettivo è quello di consentire ai produttori e agli altri portatori di interessi generali (*stakeholders*) di coprirsi contro le suddette fluttuazioni<sup>18</sup>.

I *Renewable Identification Numbers* o RIN rappresentano di fatto "crediti ambientali" e sono utilizzati negli Stati Uniti d'America in linea con i programmi standard di combustibile rinnovabile. Più in particolare, gli stessi stabiliscono, per i produttori di combustibile tradizionale, alcuni standard che rendono la produzione tradizionale compatibile con quella dei combustibili rinnovabili. Sotto l'aspetto più tecnico, viene previsto che le parti obbligate devono osservare un programma tale per cui una minima percentuale di combustibile rinnovabile sia ricompresa nel combustibile tradizionale. L'obiettivo verrebbe realizzato indirettamente dalle parti obbligate acquistando *Renewable Identification Numbers*, dunque "crediti ambientali", al fine di "pareggiare" i propri obblighi contrattuali. È difficile stabilire ancora, da un punto di vista italiano, la qualificazione giuridica che sia da attribuirsi ai RIN. Sembra possibile parlare di promesse unilaterali, in quanto vi sono impegni assunti nei confronti del pubblico, da parte di un'impresa, ad operare secondo uno specifico *modus operandi*, il quale crea legittime aspettative presso il pubblico.

---

<sup>18</sup> Sul concetto di "derivato" quotato, nell'ambito del *genus* dei valori mobiliari, si permette di rinviare a P. DE GIOIA CARABELLESE, *Commento sub art. 1*, in R. COSTI, F. VELLA (a cura di), *Commentario al Testo Unico della Finanza*, Wolters Kluwer, Milano, 2021, in corso di pubblicazione.

I *Low Carbon Fuel Standard* (o LCFS) rappresentano invece un programma di riduzione dei gas che provocano l'effetto serra e si focalizzano nel settore dei trasporti in California. Incentivano la produzione di combustibili a bassa emissione di carbonio e metodi di trasporto alternativi e sono quindi programmi di natura pubblica che mirano al conseguimento di obiettivi di carattere generale. Parlare di una qualificazione privatistica dei LCFS non sembra pertinente. Piuttosto, bisogna enfatizzare il carattere pubblicistico di tali strumenti, i quali rappresentano programmi che in futuro l'Italia, ovvero un ente territoriale quale la Regione o un Comune, potrebbe adottare.

## 6. I derivati collegati a catastrofi ambientali e alla meteorologia.

I derivati connessi al rischio di catastrofi sono strumenti finanziari, relativamente chiari e definiti, con cui il rischio di disastro naturale viene trasferito a controparti. Il più semplice e standardizzato è lo *swap* sulle catastrofi naturali (*catastrophe swap*), in cui, in una struttura di "derivati OTC"<sup>19</sup>, un portatore di rischio, connesso a catastrofi naturali, ottiene protezione da massicce perdite potenzialmente connesse ad eventi naturali, a fronte del pagamento periodico di un premio<sup>20</sup>. Il *catastrophe swap* può essere utilizzato da uno Stato al fine di coprire un rischio ambientale tipico della nazione; ad esempio, con riferimento all'Italia, detto rischio potrebbe rinvenirsi in quello sismico, ricorrente nel nostro Paese. Lo Stato paga un premio e, ove l'evento dovesse verificarsi, riceve in cambio un indennizzo che, cospicuo teoricamente, ha il vantaggio di poter essere corrisposto in tempi ragionevolmente brevi, in relazione agli accordi stipulati fra le parti. Da un punto di vista di qualificazione giuridica, si può ritenere che tali *swaps*, siano contratti di assicurazione ovvero prodotti cartolarizzati anche se rispetto a quest'ultima ipotesi la struttura è molto più semplice, essendo collegati, quali meri contratti di assicurazione, ad un rischio dedotto in contratto.

La stessa *World Bank*, quale venditore di protezione, ha creato una serie di *catastrophe swap*, il cui obiettivo è quello di proteggere contro il rischio di catastrofe naturale, tipico del Paese contraente<sup>21</sup>.

---

19 Sullo specifico dei derivati OTC nella dottrina italiana, *ex plurimis*, cfr. D. MAFFEIS, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 221 ss.

20 Il *catastrophe swap* presenta, indubbiamente, caratteristiche di tipo assicurativo. Per contributi internazionali sul tema, cfr. G. NIEHAUS, *The allocation of catastrophe risk*, in *Journal of Banking and Finance*, 2002, pp. 585-596.

21 Un esempio, riferito nello stesso documento dell'ISDA (ISDA, *Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions*, cit., p. 14) è quello delle Filippine. Quest'ultimo, Paese notoriamente martoriato da tifoni e terremoti, ha stipulato con la Banca Mondiale, polizze assicurative che coprono gli attivi, dunque i beni,

Da ultimo, i derivati sul tempo meteorologico ovvero sul mutamento delle condizioni climatiche sono strumenti finanziari il cui valore dipende da variabili connesse a vari fattori quali la temperatura, le precipitazioni, il vento e le correnti (con relativi flussi)<sup>22</sup>. I partecipanti al mercato acquistano siffatti derivati per mere finalità di copertura ovvero al fine di mitigare i rischi associati a condizioni di tempo avverse; per il loro corretto funzionamento contrattuale e per esigenze di certezza del diritto, tali derivati sono quindi collegati a indici, che misurano un particolare aspetto del tempo meteorologico.

È interessante notare che, a differenza dei tipici contratti assicurativi, in cui il rischio è più in generale connesso al reale danno arrecato all'opera, i contratti in discorso, quasi a confermare la loro natura speculativa, possono generare per il sottoscrittore l'incasso di un indennizzo, anche nel caso in cui il superamento del valore teorico dell'indice non abbia prodotto alcun danno. È chiaro che, in un tale scenario, è essenziale che l'indice sia chiaro e puntuale e non dia adito ad alcuna interpretazione in merito al suo concreto verificarsi.

Un ulteriore vantaggio del *weather derivative* è, a differenza del contratto di assicurazione, la focalizzazione dell'evento protetto su quello che, relativamente ad una grande opera, è di fatto il vero ed unico fattore di rischio ambientale, con conseguente selezione dei diversi potenziali eventi e, dunque, minore costo del derivato, rispetto ad una tradizionale polizza. Ad esempio, con specifico riferimento all'opera più controversa tra quelle realizzabili in Italia e cioè al ponte sullo stretto di Messina, assumendo che l'opera dal punto di vista strutturale fosse impeccabile, e dunque non necessitasse di essere assicurata con apposita polizza, si potrebbe comunque immaginare un *weather derivative*, connesso al rischio eolico della zona in cui sorgesse (notoriamente molto ventosa). Al verificarsi del superamento di valori soglia, a prescindere dal fatto che l'opera collassi (evento da scongiurare ovviamente e da escludere alla luce del succitato assunto), i sottoscrittori, *ergo* i "proprietari" del Ponte, incasserebbero comunque l'indennizzo, anche cospicuo, da potersi accantonare per destinarlo all'attività manutentiva.

## **7. La tutela degli *stakeholders* nei derivati e prodotti sostenibili.**

---

dei Governi locali e nazionali contro i suddetti rischi ambientali.

<sup>22</sup> Per una disamina, nella letteratura internazionale, e non strettamente legale, dei *weather derivative*, si rimanda a S. JEWSON, A. BRIX, with C. ZIEHMANN, *Weather Derivative Valuation. The Meteorological, Statistical, Financial and Mathematical Foundations*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005.

Dall'analisi che precede, si può ritenere che i prodotti connessi alla sostenibilità, come risultanti dal recente documento dell'ISDA, sono di diversa natura<sup>23</sup>. Quelli che possono essere considerati veri e propri strumenti finanziari derivati<sup>24</sup> sono i *sustainability linked derivative*, gli *ESG related credit derivatives*, ma anche i *catastrophe derivatives* e i *weather derivative*. La loro regolamentazione, incluso l'oggetto del contratto, verrebbe lasciata solo in parte all'autonomia dei privati, assumendo l'autorità – in questo caso l'autorità del mercato – un ruolo preponderante nella definizione delle diverse clausole, anche in funzione della tutela delle disposizioni di ordine pubblico<sup>25</sup>.

Al di là di questi, vi sono “prodotti” di varia natura, di tipo più pubblicistico, il cui obiettivo sembra essere più in generale il raggiungimento di finalità di politiche di sostenibilità, a beneficio di una serie di *stakeholders*, come ad esempio i cittadini.

Da un punto di vista operativo, la sfida sottesa ai “derivati sostenibili” è quella di raccordarne correttamente la documentazione contrattuale con quella dell'operazione ESG sottostante di cui coprono taluni rischi finanziari; appare perciò essenziale che il derivato rispecchi correttamente le previsioni contrattuali, in materia di “ESG”, che caratterizzano l'operazione. In particolare, dovranno essere attentamente allineati i meccanismi di determinazione dei tassi (che, nelle operazioni ESG, contemplano spesso sconti o penalità a fronte del raggiungimento o meno degli obiettivi di sostenibilità dedotti in contratto), nonché i parametri che identificano e misurano gli aspetti rilevanti ai fini dell'etichetta ESG, i già citati “KPI” (*key performance indicators*). Sul punto rammentiamo inoltre gli appositi doveri di informativa/trasparenza citati in apertura del presente articolo. Ove questi ultimi fossero violati, chi ha speso l'etichetta ESG sul mercato per una determinata operazione, potrebbe infatti incorrere in ipotesi di responsabilità nella commercializzazione del prodotto derivato (c.d. “*mis-selling*”), e, a certe condizioni,

23 Sul concetto di strumento finanziario, cfr. E. RIGHINI, *Commento sub art. 1*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012, pp. 1-44; M. CIAN, *Le forme dell'attività*, in *Diritto Commerciale, IV. Diritto del sistema finanziario*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 191-192. Si veda anche, più in generale, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2018; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 9<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2017.

24 Sul concetto di “derivato” nella letteratura internazionale si rimanda a C. PROCTOR, *The Law and Practice of International Banking*, 2nd ed., Oxford University Press, Oxford, 2015, pp. 425-434; P. WOOD, *Law and Practice of International Finance*, Sweet & Maxwell, London, 2008. A livello manualistico, si permette di rinviare a M. HAENTJENS, P. DE GIOIA CARABELLESE, *European Banking and Financial Law*, cit., pp. 215-228.

25 In proposito si parla, nella dottrina italiana (C. FERRARI, *I contratti dei mercati regolamentati*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 33), di regolazione passiva del contratto, definita nel seguente modo: “l'esercizio costante di una funzione *normativa* attraverso atti, spesso atipici, di tenore puntuale e concreto”, il quale solitamente deriva proprio dalle autorità indipendenti. Viene osservato altresì che l'Autorità “regola il contratto” e “il contratto, così regolato, a sua volta è chiamato a dar regola al mercato di cui costituisce un segmento, una particella sì minima, ma riproducibile all'infinito” (C. FERRARI, *ivi*, p. 41).

in ipotesi di pubblicità ingannevole. In riferimento allo specifico tema degli *ESG derivatives*, il rischio in questione viene sinteticamente definito in gergo quale “*green-washing risk*”.

Si consideri che il principio di tutela dell’ambiente, e più in generale dello sviluppo, trova in Italia una tutela costituzionale, seppur in una forma non così ovvia nella versione di origine della Carta costituzionale<sup>26</sup>, e finanche presente nella dimensione europea<sup>27</sup>.

Il primo precetto che viene in rilievo è quello di cui all’art. 9 Cost.: “*la Repubblica promuove lo sviluppo della cultura e la ricerca scientifica e tecnica. Tutela il paesaggio e il patrimonio storico artistico della Nazione*”. In tale disposizione si distingue tra ambiente e paesaggio, ciò rendendo l’individuazione del precetto più complessa, e depotenziandone di fatto la portata.

Vi è anche l’art. 32 Cost., attinente al diritto alla salute correlato però al diritto all’ambiente in quanto deve essere interpretato come attenzione necessaria da prestare all’insieme dei fattori ambientali suscettibili di incidere in modo negativo sullo stato di salute fisica e psichica dell’individuo. La dottrina ha qualificato l’ambiente come diritto della personalità, insieme al diritto alla salute, facendolo divenire diritto fondamentale dell’uomo<sup>28</sup>. Questa impostazione ha ricevuto di recente autorevole conferma anche da parte della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo<sup>29</sup>, che, a sua volta, giudicava su vicende relative al caso *ILVA*<sup>30</sup>.

Non solo: vi è anche l’art. 117, co. 2 e 3, Cost., ove l’ambiente viene qualificato come materia tecnica per quanto concerne la divisione delle competenze legislative tra Stato e Regioni, sebbene ciò confermerebbe purtroppo il carattere di arma spuntata del principio in oggetto, in quanto, come icasticamente rimarcato, la tutela dell’ambiente, nell’ordinamento italiano, entra “dalla finestra”, anziché “dalla

26 Cfr. *ex plurimis*, C. DELLA GIUSTINA, *Il diritto all’ambiente nella Costituzione italiana*, in *AmbienteDiritto.it*, 1/2020, online). Al momento in cui si scrive è in corso una discussione parlamentare finalizzata ad un espresso riconoscimento dell’ambiente per un futuro di crescita sostenibile. Sebbene estraneo al *focus* del presente lavoro, va notato che il diritto all’ambiente può essere inteso anche nella sua forma più lata quale diritto al cibo. Nella dottrina, cfr. C. DELLA GIUSTINA, *Il diritto al cibo adeguato. Un diritto umano presupposto o consequenziale?*, in *AmbienteDiritto.it*, 2/2021, online.

27 Il tema della dimensione europea costituirà oggetto di approfondimento in diversa sede. In dottrina, sul punto, si rinvia per tutti a A. ODDENINO, *La tutela della natura e del paesaggio in dimensione europea*, in R. FERRARA, M.A. SANDULLI (dir.), *Trattato di diritto dell’ambiente*, II, *La tutela della natura e del paesaggio*, a cura di A. CROSETTI, Giuffrè, Milano, 2014, pp. 29-58.

28 Cfr. *ex plurimis*, E. PICOZZA, *Le fonti del diritto dell’ambiente*, in ID. (a cura di), *Nozioni fondamentali di diritto dell’ambiente*, Aracne, Canterano, 2016, pp. 61-62.

29 Vedi F. CARELLI, *Enforcing a right to healthy environment in the ECHR system: the “Cordella vs. Italy” case*, in *AmbienteDiritto.it*, 4/2019, online.

30 Su cui vedi, tra gli altri, G. AMENDOLA, *ILVA: diritto alla salute (ed all’ambiente) e diritto al lavoro (ed alla produzione)*, in *Industriaeambiente*, 7 novembre 2019, online.

porta”<sup>31</sup>, “come sarebbe accaduto se fosse stata introdotta nella parte sui principi, nella quale si trova, ad esempio, la tutela del paesaggio”<sup>32</sup>.

Da ultimo si deve tenere conto che si è ormai formata una giurisprudenza costituzionale, in tema di ambiente. L’ambiente viene definito “*come formazioni geologiche e le loro spontanee manifestazioni; gli adunamenti di flora e fauna di particolare rilevanza, la peculiare bellezza che caratterizza il paesaggio*” (Corte cost. n. 79/1971). Vi è poi un *decisum*, ancor più risalente, Corte costituzionale, n. 151/1968, secondo cui il “precepto dell’art. 9 secondo una scelta operata al più alto livello dell’ordinamento assume il detto valore come primario”, cioè come insuscettibile di essere subordinato a qualsiasi altro<sup>33</sup>.

Le decisioni della Consulta sulle predette materie dovranno altresì tenere conto, quantomeno come canone ermeneutico, del principio dello sviluppo sostenibile, che, negli ultimi decenni, si è affermato come norma di diritto internazionale generalmente riconosciuta e che, in quanto tale, si applica nell’ordinamento italiano ai sensi dell’art. 10 della Costituzione<sup>34</sup>.

In definitiva, il “*green-washing*” potrebbe generare anche una responsabilità extracontrattuale, attivabile dal *greenholder*<sup>35</sup>, per violazione di norme di ordine pubblico, in particolare di rango costituzionale, ove anche si ritenesse che non vi siano norme di rango ordinario che lo tutelino.

Si tratta d’altronde di una logica conseguenza in linea con la parabola giuridica, e giudiziaria, che ha caratterizzato l’affermazione della risarcibilità del danno biologico, in via aquiliana, nel nostro ordinamento: si può quindi ipotizzare che

31 G. ROSSI, *Prima parte. Parte generale*, in ID. (a cura di), *Diritto dell’ambiente*, 4<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2017, p. 44.

32 *Ibidem*.

33 Per ogni riferimento alla disciplina ambientale, cfr. R. FERRARA, M.A. SANDULLI (dir.), *Trattato di diritto dell’ambiente*, cit.; G. ROSSI, in ID. (a cura di), *Diritto dell’ambiente*, cit., pp. 44-46. Viene osservato che “l’impianto essenziale di livello costituzionale era già stato del tutto strutturato quando con la legge cost. n. 3/2001 ‘la tutela dell’ambiente, dell’ecosistema e dei beni culturali’ (art. 117, comma 2, lett. s) è stata inserita fra le competenze esclusive dello Stato, attribuendosi peraltro alla competenza concorrente delle Regioni la ‘valorizzazione dei beni culturali e ambientali’ (art. 117, comma 3)” (*ivi*, p. 44). Cfr., anche, sulla tematica generale dell’ambiente, A. CROSETTI, R. FERRARA, F. FRACCHIA, N. OLIVETTI RASON, *Diritto dell’ambiente*, Laterza, Bari, 2008.

34 Vedi, in particolare, V. BARRAL, *Sustainable Development in International Law: Nature and Operation of an Evolutive Legal Norm*, in *European Journal International Law*, 2012, pp. 377-400. Da un punto di vista legale, si può solo segnalare, a quanto consta, I. H-Y CHIU, *Building a Single Market for Sustainable Finance in the EU. Mixed Implications and the Missing Link of Digitalisation*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, di prossima pubblicazione; E. AVGOULEAS, *Resolving the Sustainable Finance Conundrum: Activist Policies and Financial Technology*, in *Law and Contemporary Problems*, 2021, pp. 55-73.

35 A quanto consta, il presente contributo è il primo, anche nella letteratura internazionale, ad utilizzare tale termine, che dunque costituisce un neologismo, il quale si evolve nel solco del concetto di *stakeholder*. Nella letteratura giuridica italiana, un riferimento *ante litteram* alla sostenibilità, in connessione con le crisi finanziarie del 2007/2008, vi è in F. CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Giappichelli, Torino, 2010.

anche il danno ecologico (nell'accezione di cui sopra), oltre che quello biologico, sia risarcibile *ex art.* 2043 c.c.<sup>36</sup>.

In aggiunta a ciò, si porrebbe anche un tema di diritto internazionale privato, quello del coordinamento fra la legge inglese e la giurisdizione che solitamente si applicano al "derivato" e la legge italiana che (almeno per le operazioni con controparti nostrane) reggerebbe di regola il rapporto sottostante.

Al di là della diversa tipologia di "derivati sostenibili", definizione sotto cui si cela una gamma molto ampia di contratti, prodotti e programmi di politica generale, la vera sfida connessa a tale nuova operatività, certamente in auge, è quella di meglio proteggere i soggetti che, almeno teoricamente, ne sono beneficiari e che ne abbiano una aspettativa, inclusa quella di *return*, di utile dunque, di un determinato investimento.

Una tale regolamentazione dovrebbe avere una portata globale, e non "regionale" come, ad esempio, se limitata alla UE, e dovrebbe legittimare, anche da un punto di vista giudiziale, categorie di soggetti che possono essere lese da una mancanza, ovvero scorretta informazione circa la natura dell'investimento, asseritamente sostenibile. In tal senso si parla sempre di più di *greenwashing*, giustappunto la pratica di comunicare al mercato e/o ad uno specifico soggetto, l'investitore o più in generale l'utente, in modo non corrispondente al vero ovvero fuorviante, caratteristiche ambientali o, più in generale, sostenibili di prodotti e servizi che in realtà non lo sono, o non lo sono nel grado e forma che vengono prospettati<sup>37</sup>.

L'obiettivo dell'affermazione men che corretta sarebbe quello di attrarre, a diverso titolo un investimento. Ad esempio, uno strumento di debito emesso da una azienda affinché la stessa usi le somme incassate dalla raccolta per sviluppare attività di

---

36 Per un'interessante ricostruzione dei presupposti costituzionali del danno biologico vedi, *ex multis*, G. ALPA, *Il danno biologico*, 6<sup>a</sup> ed., Cedam, Padova, 1994; ID., *Il danno biologico: parabola o evoluzione di un progetto di "politica del diritto"*, in *Argomenti di diritto del lavoro*, 2000, pp. 169-180; ID., *La responsabilità civile. Principi*, 2<sup>a</sup> ed., Wolters Kluwer, Milano, 2018; E. LECCESE, *Danno all'ambiente e danno alla persona*, Franco Angeli, Milano, 2011, p. 197 ss.; G. MARCATAJO, *Il danno ambientale esistenziale*, Esi, Napoli, 2016, p. 51 ss.; E. AL MUREDEN, *I fatti illeciti. Casi e materiali*, 3<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2018.

37 Il tema dei derivati e della sostenibilità si innesterebbe, e verrebbe vieppiù giustificato, da una letteratura in cui la sostenibilità ecologico-sociale viene messa alquanto in luce. Cfr., fra i più autorevoli interventi: M. PENNASILICO, *La "sostenibilità ambientale" nella dimensione civil-costituzionale: verso un diritto dello "sviluppo umano ed ecologico"*, in *Rivista quadrimestrale di diritto dell'ambiente*, 3, 2020, p. 4 ss.; C. MAGLI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici nel contesto della responsabilità sociale di impresa*, in *Contratto e impresa*, 2019, p. 716 ss.; A. LAS CASAS, *Dai diritti di emissione alla finanza green*, in *Teoria e critica della regolazione sociale*, 2020, p. 129 ss.; G. CAPALDO, *Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile*, in *Personaemercato.it*, 2020, pp. 334 ss.; B. POZZO, *I green claims, l'economia circolare e il ruolo dei consumatori nella protezione dell'ambiente: le nuove iniziative della Commissione UE*, in *Rivista giuridica dell'ambiente*, 2020, p. 707 ss.; F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, p. 286 ss.; N. LINCIANO, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, in *Consob.it*, 28 giugno 2021.



natura ambientale potrebbe essere contraddetto dal fatto che in realtà si scopre che l'obiettivo eco-sostenibile costituisca soltanto lo specchio per le allodole per ignari investitori<sup>38</sup>. L'obiettivo *eco-friendly* è, si scopre più tardi, tradito dall'operare dell'emittente, totalmente difforme agli obiettivi dichiarati. Il *greenwashing* più spesso si interseca con la pubblicità ingannevole, non meno grave, anche se meno difficile da configurare dal punto di vista giuridico, in quanto ascrivibile a norme ben consolidate<sup>39</sup>.

Manca, nell'ordinamento italiano, ma anche in uno che, in questa sede, si è preso a riferimento, il Regno Unito, una normativa di protezione *ad hoc*. Non difettano tuttavia norme che, indirettamente, tutelino l'investitore. Ad esempio, in Gran Bretagna, la *Consumer Protection from Unfair Trading Regulation 2008*, proibisce pratiche commerciali false e fuorvianti. Ma anche la stessa *Regulation 6* proibisce pratiche commerciali il cui scopo sia quello di coprire ovvero offuscare informazioni di natura sostanziale. Tali norme rispecchiano, nonostante l'uscita dalla UE, la disciplina europea della *Unfair Commercial Practices Directive 2005*, in particolare l'articolo 6 e l'articolo 7, che trova applicazione anche in Italia<sup>40</sup>.

Nonostante l'assenza di precetti *ad hoc*, le norme che indirettamente tutelano l'*economic citizen* contro il *greenwashing* hanno comunque sicura cogenza in Italia. Stanti le previsioni legislative europee, anche in Italia, a fronte di dichiarazioni non vere circa la reale sostenibilità, vi sarebbe la possibilità di invalidare il relativo contratto, per violazione delle regole a presidio della tutela del consumatore, come anche di ottenere un congruo risarcimento del danno<sup>41</sup>.

38 Empiricamente la casistica va già oltre l'immaginazione di chi scrive. *Green bond* sono stati emessi, anni addietro, da una società del Sud America, per finanziare la costruzione di dighe, che avrebbero migliorato le condizioni di vita delle popolazioni locali: salvo poi dover prendere atto che alcune dighe crollarono, distruggendo proprio le case delle popolazioni che volevano salvare.

39 Un caso simile potrebbe essere quello del "Dieselgate", non troppo in là con il tempo, in cui è rimasta coinvolta una nota casa produttrice di autoveicoli tedesca. Il comunicare dati di test relativi al basso grado di inquinamento di veicoli diesel, dati in realtà non corretti o addirittura alterati, aveva un effetto ambientale, un *greenwashing*, anche se la condotta era un vero e proprio caso, da un punto di vista privatistico, di pubblicità ingannevole e concorrenza sleale. Né tali condotte sono andate impunte in alcuni Paesi, come ad esempio la Spagna, dove la relativa *class action* è stata accolta. Cfr. AltroConsumo, *Dieselgate, i consumatori spagnoli vincono la class action. In Italia manca poco*, 21 gennaio 2021, in [www.altroconsumo.it/auto-e-moto/automobili/news/altroconsumo-contro-volkswagen](http://www.altroconsumo.it/auto-e-moto/automobili/news/altroconsumo-contro-volkswagen).

40 Per un commento alla Direttiva, tra la dottrina italiana, cfr., *ex multis*, T. BROGGIATO, *La direttiva n. 2005/29/CE "sulle pratiche commerciali sleali"*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2006, p. 21 ss.; R. INCARDONA, *La direttiva n. 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali: prime valutazioni*, in *Diritto comunitario e degli scambi internazionali*, 2006, p. 361 ss. A livello internazionale v. S. WEATHERILL, U. BERNITZ, *The Regulation of Unfair Commercial Practices Under EC Directive 2005/29*, Hart Publishing, Oxford-Portland, 2007; B.B. DUIVENVOORDE, *The Consumer Benchmarks in the Unfair Commercial Practices Directive*, Springer, Cham, 2015; W. VAN BOOM, A. GARDE, O. AKSELI (eds.), *The European Unfair Commercial Practices Directives*, Routledge, London-New York, 2016.

41 Ove le informazioni promanassero da un intermediario bancario e finanziario, la tutela potrebbe essere quella di cui alla MiFID II, ben consolidata e costantemente aggiornata. Nella letteratura inglese, in tema di MiFID II,

In particolare, qualora il *greenwashing* incida sulle condizioni di offerta o collocamento di uno strumento o prodotto finanziario, l'investitore che, a causa di quel tipo di irregolarità informativa, subisca un danno, potrà senz'altro azionare rimedi risarcitori contro chi ha emesso o distribuito il predetto strumento o prodotto (ed anche verso chi abbia certificato la bontà degli impegni ed obiettivi ecosostenibili esposti nei relativi documenti di offerta e sottoscrizione)<sup>42</sup>.

Al di là della tutela giudiziale dinanzi al giudice, per l'impresa che in modo sistematico si appropria di caratteristiche di sostenibilità che non le sono propri, vi è pur sempre l'indagine dell'autorità amministrativa, nel caso italiano giustappunto l'Autorità Garante per la Concorrenza e Mercato<sup>43</sup>. È anche vero che vi potrebbe essere una incertezza circa la linea di demarcazione fra questa Autorità, la quale verrebbe chiamata in causa per le condotte degli operatori non bancari e finanziari, e la Consob, quest'ultima per le condotte pur ingannevoli attribuibili agli intermediari<sup>44</sup>.

Nei casi più estremi, si può inoltre ipotizzare una responsabilità dell'impresa e dei suoi amministratori per false comunicazioni sociali, con ricadute anche ai fini del D.lgs. n. 231/2001<sup>45</sup>. D'altro canto, in una Italia che gode di una Carta costituzionale formalmente rigorosa, una possibile tutela potrebbe essere quella basata direttamente

cfr. D. BUSCH, G. FERRARINI (eds), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford, 2017; M. HAENTJENS, P. DE GIOIA CARABELLESE, *European Banking and Financial Law*, cit., pp. 83-100. Nella manualistica italiana, si rimanda, quanto alla tutela del depositante e dell'investitore, rispettivamente, a F. VELLA, G. BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 2019, pp. 310-326; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 123-184; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 133-176.

42 Sui principi che informano la materia vedi, *ex multis*, F. SARTORI, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Diritto bancario*, 2011, online; P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e finzione nel mercato regolato*, Giuffrè Francis & Taylor, Milano, 2020. Nella letteratura di lingua inglese, cfr. M. HAENTJENS, P. DE GIOIA CARABELLESE, *op. cit.*, pp. 34-44. Sempre nella letteratura internazionale, ma relativa alla precedente Direttiva UE, piuttosto che all'attuale Regolamento UE, cfr. N. MALONEY, *EU Securities and Financial Markets, Regulation*, 3<sup>a</sup> ed., Oxford University Press, Oxford, 2014, pp. 71-126. Da un punto di vista di legislazione britannica, cfr. R. CRANSTON, E. AVGOULEAS, K. VAN ZWIETEN, C. HARE, T. VAN SANTE, *Principles of Banking Law*, Oxford University Press, Oxford, 2018; I. H-Y CHIU, J. WILSON, *Banking Law and Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2019.

43 In Gran Bretagna, questa Autorità sarebbe attualmente la *Competition and Markets Authority*. Cfr. *ex plurimis* R. WHISH, D. BAILEY, *Competition Law*, 10<sup>a</sup> ed., Oxford University Press, Oxford, 2021; A. EZRACHI, *Competition and Antitrust Law: A Very Short Introduction*, Oxford University Press, Oxford, 2021.

44 È da ricordare che la CONSOB, recentemente, ha emesso una comunicazione il cui obiettivo teorico è anche quello di meglio definire il tema del *greenwashing*, anche al fine di una corretta ripartizione di competenze dei soggetti vigilanti. Oggetto dell'analisi è anche quello di avere un quadro più dettagliato di agenzie di *rating* e *data provider*. Cfr. V. D'ARGERIO, *Sostenibilità, Consob vuol vederci chiaro su agenzie di rating e data provider*, in *ilSole24Ore.com*, 16 giugno 2021, online.

45 Su questo tipo di rischi nell'ambito dell'operatività in derivati vedi S. DAVINI, T.E. ROMOLOTTI, *Operatività in strumenti finanziari derivati e profilo di rischio ex D.lgs. 231/2001: casi e problemi*, in *Rivista* 231, 2007, p. 55 ss.; S. DAVINI, T.E. ROMOLOTTI, *Responsabilità ex D.lgs. 231/2001 e operatività in derivati OTC: riflessioni e prospettive in esito a un decennio vissuto pericolosamente*, *ivi*, 2017, p. 117 ss.

sui precetti costituzionali, ove l'ambiente, stando l'interesse della dottrina italiana verso il tema, godrebbe di una qualche forma di tutela.

In uno scenario di tale tipo sembra potersi affermare che l'*economic citizen*, sia esso depositante, institore, assicurato, socio ovvero ogni altro soggetto che fosse fuorviato nell'investimento per qualità ambientali che sono assenti al progetto, malgrado l'enfasi della pubblicità o più in generale della comunicazione di supporto, potrebbe comunque avvalersi di un'azione extracontrattuale, basandosi sulla violazione delle norme costituzionali di tutela dell'ambiente, testé citate<sup>46</sup>.

Certo è che, data la novità della disciplina, un supporto sicuro potrebbe essere fornito dalla normativa secondaria, attraverso la creazione di una tassonomia di ciò che deve ritenersi sostenibile (*green factors*), ciò che non lo è (*brown factors*) e ciò che è nel mezzo.

Lo sforzo tecnico-giuridico in tal senso non sembra troppo arduo, come sottolineato dalla migliore dottrina<sup>47</sup>, anche perché alcuni strumenti di coercizione diretta già esistono. Al novero della *direct coercion*, ossia alla coercibilità di natura diretta, sembra riconducibile la *green liability*, la responsabilità, che risulti da una inosservanza ad adempiere una promessa "verde", di natura ecologica, presente ad esempio in una obbligazione di tale natura. In tal senso si può parlare di *green default*<sup>48</sup>. Una ulteriore *direct coercion* è quella che discende da obblighi fiduciari che

46 Senza pretesa di esaustività in tema di responsabilità extracontrattuale, nell'ordinamento italiano, si rinvia, per tutti, a A. DE CUPIS, *Fatti illeciti*, in *Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja e G. Branca*, Zanichelli Editore, Bologna e Il Foro Italiano, Roma, 1971. Nella manualistica, cfr. V. ROPPO, *Diritto privato. Linee essenziali*, 6<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2020, pp. 513-533; P. PERLINGIERI, L. CORSARO, *Responsabilità da fatto illecito*, in P. PERLINGIERI et al., *Manuale di diritto civile*, 9<sup>a</sup> ed., Esi, Napoli, 2018, pp. 877-879; A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, 48<sup>a</sup> ed., a cura di G. Trabucchi, Cedam, Padova, 2017, pp. 1219-1267; L. NIVARRA, V. RICCIUTO, C. SCOGNAMIGLIO, *Diritto privato*, 5<sup>a</sup> ed., G. Giappichelli Editore, Torino, pp. 461-500. In altra sede (A. D'ADDA, A. GORASSINI, *La responsabilità extracontrattuale*, in E. GABRIELLI (a cura di), *Diritto privato*, 2<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2020, pp. 1019-1053) viene correttamente rimarcato che a livello privatistico vi è una disciplina speciale "in tema di risarcimento del danno all'ambiente, contemplata dapprima dalla l. n. 349/1986 ed oggi dagli artt. 300 ss. c. ambiente (d.lgs. n. 152/2006)" (*ivi*, 1050). Si prosegue affermando che il danno all'ambiente regolato in tale legge non è il danno "che condotte illecite produttive di inquinamento arrechino a beni ovvero ad utilità direttamente riconducibili a privati", per i quali vi è una specifica azione individuale. Nel nostro caso il danno è collettivo, e dunque il legislatore prevede una "legittimazione speciale dello Stato (per il tramite del Ministero dell'Ambiente) a vedersi risarcito il pregiudizio 'nell'interesse della collettività'" (*ivi*, p. 1051).

47 D. RAMOS MUNOZ, E. CERRATO GARCIA, M. LAMANDINI, *EBI. European Banking Institute*, in *EBI Working Paper Series*, n. 90, 12 april 2021. Viene sottolineato quanto segue: "Thus, it is the political challenge that looks formidable. Even if climate-related shocks and financial (in)stability are related in general, establishing a direct link between a State's contribution, and climate shocks is more difficult, and the greatest contributor need not be the state in need of financial, while the imposition of climate-related adjustments under threat of financial duress may not be a popular option. The fact that we look at this scenario with some disbelief is proof that, as far as 'green promises' go, they are less credible than financial promises" (*ivi*, pp. 41-42).

48 Viene sottolineato, correttamente, in dottrina (D. RAMOS MUNOZ, E. CERRATO GARCIA, M. LAMANDINI, *op. cit.*, p. 33), quanto segue: "Liability resulting from a 'green default' is primarily contractual, and, as result, will be articulated in the offering documents themselves. These must determine how to assess a specific default, i.e.

gravino sugli amministratori di società, laddove la società in questione abbia chiaramente inglobato un obiettivo, debitamente pubblicizzato, a perseguire un'agenda sostenibile. Data la natura fiduciaria dei doveri degli amministratori, il deviare da questo obiettivo, a meno che non sia giustificato da norme di ordine pubblico, determina una responsabilità di tipo fiduciario<sup>49</sup>. Da ultimo, una *indirect coercion*, una coercizione di tipo indiretto, potrebbe essere costituita da norme di natura prudenziale del settore bancario e finanziario, le quali potrebbero indurre le banche a disinvestire da imprese che assumano rischi di sostenibilità ovvero a manifestare le proprie preoccupazioni verso i relativi *Board of Directors*<sup>50</sup>.

Infine una forma di *moral suasion* molto incisiva potrebbe emergere dai Codici Etici, e dalle *policy*, degli investitori istituzionali, che dovrebbero vietare di fornire ulteriore supporto finanziario, in qualsivoglia forma, a chi, dopo averlo ricevuto anche sulla base di un programma di obiettivi ecosostenibili, si sia macchiato di *greenwashing*; e ciò almeno sino a quando quest'ultimo non abbia dimostrato di aver sanato le carenze organizzative, di processo e/o di cultura o formazione aziendale, che hanno generato quel tipo di incidente.

Nel frattempo, quanto ai comportamenti degli intermediari vigilati, i quali però costituiscono solo una piccola parte degli operatori che possono cedere alla tentazione del *greenwashing*, la legislazione europea, con il Regolamento 2019/2088, si indirizza a questi, definendo le relative condotte, anche se l'orizzonte legislativo potrebbe, ed anzi dovrebbe, vedere un nuovo testo legislativo di migliore inquadramento di tutta la tipologia di prodotti (finanziari e non, derivati e non) connessi alla sostenibilità.

Più ardua, a parere di chi scrive, sembra essere l'ipotesi di creare una autorità *ad hoc* per la sostenibilità, la quale vigili trasversalmente sulle condotte di tale tipologia, con la specifica missione di prevenire il *greenwashing* o, meglio, di evitare ogni condotta che impatti sulla corretta azione e comunicazione di natura sostenibile ed ambientale. Anche se in un Paese come l'Italia dalle facili infatuazioni non si può escludere che un tale obiettivo possa essere perseguito, si ritiene che, da un lato, il *corpus* normativo esistente già protegge il bene in considerazione (la sostenibilità in relazione all'attività finanziaria<sup>51</sup>), dall'altro la ulteriore creazione di autorità, in un

---

*whether it is serious enough to result in an increase in the cost of debt, or in the acceleration of payments*".

49 *Ivi*, pp. 36-37.

50 Anche in questo caso, la migliore dottrina sembra inquadrare il fenomeno al meglio (*ivi*, p. 39). La normativa secondaria da emanarsi potrebbe consentire alle banche agevolazioni nella valutazione del proprio patrimonio di vigilanza per investimenti che siano caratterizzati da *green factors*, ovvero per contro potrebbero penalizzare il patrimonio delle banche per *brown investments*, ossia per investimenti i cui fattori di sostenibilità siano molto bassi.

51 Il rischio ambientale, in relazione all'attività di impresa, è stato avvertito dalla dottrina italiana da subito, in epoca in cui non si parlava ancora di *greenwashing*. Per tutti, G. ALPA, G. CONTE, V. DE GREGORIO, A. FUSARO,

Paese che non ne difetta, pare poco opportuna, almeno al momento in cui si scrive, per le finalità di trasparenza dell'azione amministrativa e, ancor di più, della sua struttura.

## 8. Dalla *corporate social responsibility* al *green stakeholder*?!

I derivati di natura sostenibili ricevono, con il documento ISDA in commento, un loro riconoscimento di fatto. La sostenibilità, tuttavia, va assumendo, alla luce delle vicende politiche internazionali di questo ultimo mese, una nuova spinta ed un inaspettato impulso, tanto da costituire il *leit motif* di tutta una gamma di prodotti, non solo derivati.

La sostenibilità, quale nuovo valore fondante di un nascente diritto globale o, quanto meno, di una *global regulation*, pone i problemi che si sono esaminati nel presente contributo.

Il *green default*, quale violazione della promessa di sostenibilità contenuta in un contratto ovvero in un documento statutario-societario ovvero nella legge, fra cui potenzialmente quella costituzionale italiana, pone problemi nuovi e sfide non immaginabili. Al di là della necessità che un ordinamento si doti di una autorità di settore, ipotesi che si è esclusa nel presente scritto, nuovi aspetti da valutare sono quelli costituiti dalle tutele nuove e antiche, presenti nell'ordinamento, a fronte del crescente rischio di *greenwashing*.

Lo scritto addiuvine alla conclusione - e fortunatamente dimostra - che al momento gli strumenti tradizionali di tutela di chi abbia una aspettativa da sostenibilità siano sufficienti, laddove il vero problema è tuttora costituito dall'assenza di norme procedimentali, le quali, attraverso meccanismi quali la *class action*, consentano una sicura ed economica tutela alla parte offesa.

Al di là di ciò la disamina della portata del nuovo concetto mette alla luce come la sostenibilità possa costituire per il futuro un tema ancora più cruciale della *corporate social responsibility*, anche perché di quest'ultima ne costituisce l'evoluzione<sup>52</sup>, individuando, rispetto alla CSR, una categoria di destinatari molto meglio definibile<sup>53</sup>, il *green stakeholder*, meglio linguisticamente del *greenholder*, dotato delle

U. PERFETTI, *Rischio di impresa e tutela dell'ambiente. Precauzione – responsabilità - assicurazione*, Esi, Napoli, 2012.

52 Nella letteratura giuridica, il tema non sembra essere stato approfondito, tranne che in questo contributo. In ambito economico, si fa riferimento a M. BILLIO, M. COSTOLA, I. HRISTOVA, C. LATINO, L. PELLIZON, *Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2021, di prossima pubblicazione.

53 Nella letteratura italiana, in tema di *corporate social responsibility*, cfr. D. CATERINO, I. INGRAVALLO (a cura di), *L'impresa sostenibile alla prova del dialogo dei saperi*, EuriConv European Research Institute, Lecce,

sue tutele, già definibili al momento, e non vaghe, invece che lo *stakeholder*, categoria quest'ultima che, al di là dell'infatuazione dottrinale degli ultimi anni, non ha mai avuto, processualmente e concretamente, un vero riconoscimento<sup>54</sup>.

Indirettamente, il fondamento anche costituzionale dell'ambiente e, dunque, *lato sensu* della sostenibilità costituirebbe nella materia dei derivati italiani, da tempo sotto l'attacco della giurisprudenza, la base per andare oltre i limiti angusti della causa, criticati dalla dottrina<sup>55</sup>, e di giustificare la meritevolezza degli stessi<sup>56</sup>, proprio nella misura in cui realizzino i nuovi obiettivi e finalità che si sono lumeggiati in questo contributo.

---

2020. In una visuale di *common law*, si rimanda a P. DE GIOIA CARABELLESE, *Corporate social responsibility e common law*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2019, I, pp. 1041-1060. Nella letteratura d'Oltremarica, il tema della *corporate social responsibility* si trova solitamente amalgamato nella più ampia tematica dei doveri degli amministratori e, in particolare, dopo il *Companies Act* 2006, nel controverso dovere di cui alla *section 172* (il dovere di promuovere il successo della società). Cfr. per tutti P.L. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*, 10<sup>a</sup> ed., Sweet & Maxwell, London, 2016, pp. 461-590. In modo ancora più specifico si rimanda a S. MORTIMORE (ed.), *Company Directors. Duties, Liabilities, and Remedies*, 2nd ed., Oxford University Press, Oxford, 2013. A livello monografico, non può che farsi riferimento a J.E. PARKINSON, *Corporate Power and Responsibilities Issues in the Theory of Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 1995. Nella manualistica italiana, cfr. F. VELLA, *Diritto ed economia delle società*, Il Mulino, Bologna, 2015, pp. 176-209; A. GAMBINO, D.U. SANTOSUOSSO, *Società di capitali*, 4<sup>a</sup> ed., Giappichelli, Torino, 2014, pp. 123-154.

54 In proposito, si permette di rinviare a P. DE GIOIA CARABELLESE, *Corporate Governance of British Banks and Duties of Directors: Practical Implications of the Royal Bank of Scotland's Demise*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2014, pp. 134-165.

55 Cfr. C. ANGELICI, *Alla ricerca del "derivato"*, Giuffrè Editore, Milano, 2016. Da ultimo si permette di rimandare anche a P. DE GIOIA CARABELLESE, S. DAVINI, *Danno erariale, derivati e causa del contratto*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2021, in corso di pubblicazione.

56 Il tema della meritevolezza dei nuovi contratti derivati di natura ambientale, anche in relazione alla loro funzione "ecologico-sociale", viene esaminato con attenzione, ed in modo innovativo, da M. PENNASILICO, *Dal "controllo" alla "conformazione" dei contratti: itinerari della meritevolezza*, in *Contratto e impresa*, 2020, p. 823 ss. Viene correttamente notato (*ivi*, pp. 829-830) che, con i precetti della Costituzione, vi è stata una "costituzionalizzazione" del diritto civile tale anche da "modernizzare la concezione bettiana della funzione negoziale" (*ivi*, p. 829). Per effetto della Costituzione, da un lato, "non appare più adeguato il criterio neutro della liceità, nell'ambito del quale confluiscono e si confondono contratti notevolmente meritevoli di tutela con contratti semplicemente leciti e permessi"; dall'altro diventano "immeritevoli di tutela i contratti il cui assetto di interessi è difforme dai principi normativi identificativi dell'ordinamento, innanzi tutto quelli costituzionali, sì che la non conformità della 'regola' contrattuale a quei principi priva l'operazione di una causa meritevole di tutela, con conseguente nullità del contratto" (*ivi*, p. 830). Trasferendo tali considerazioni al contesto ambientale, viene affermato ed è condiviso in presente lavoro (M. PENNASILICO, *op. ult. cit.*, p. 854) che l'interesse ambientale costituisce un "vincolo positivo e intrinseco all'attività di operatori pubblici e privati: non già un mero limite esterno all'autonomia negoziale, bensì un *fattore trainante* dello sviluppo, che indirizza la produzione verso i dettami dell'economia 'circolare' e rende meritevoli di tutela i contratti idonei a realizzare una funzione 'ecologico-sociale'" (*ivi*, p. 854). In tale contratto "ecologico", che è anche coerente con una natura derivata, "le parti intendono collaborare non tanto per ottenere un vantaggio personale, quanto piuttosto per perseguire l'interesse generale" (*ivi*, p. 855) In tema di derivati nell'ordinamento italiano, si rimanda, senza pretesa di esaustività, a E. GIRINO, *I contratti derivati*, 2<sup>a</sup> ed., Giuffrè, Milano, 2010; F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari*, Giuffrè, Milano, 1997; S.S. DI ROSA, M.A. MERES, *Gli strumenti finanziari derivati*, in S. AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, 3<sup>a</sup> ed., Giuffrè, Milano, 2014. Per una rassegna completa di tipo giurisprudenziale in tema di derivati, si permette di rinviare a P. DE GIOIA CARABELLESE, S. DAVINI, *op. ult. cit.*