

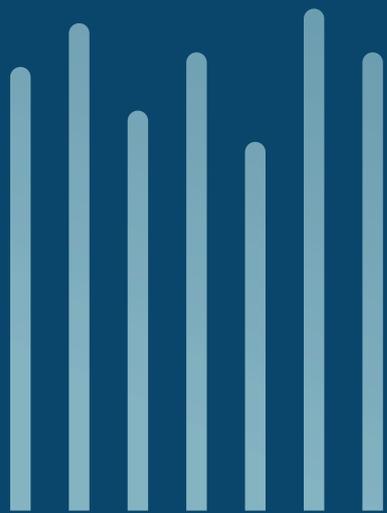


ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI - ASSOSIM

Periodico di informazione
e approfondimento

Anno I Numero 1/2023

Quaderni Assosim





Quaderni Assosim

Periodico di informazione e approfondimento

Anno I
Numero 1 - 2023

Direzione

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo (coordinatore)

Filippo Annunziata – Raffaele Lener – Piergaetano Marchetti – Enzo Moavero Milanesi – Marco Onado –
Andrea Pisaneschi – Luca Rossi – Paola Severino – Andrea Sironi – Luisa Torchia

Comitato editoriale

Federico Riganti (coordinatore)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

Email redazione: rivista@assosim.it

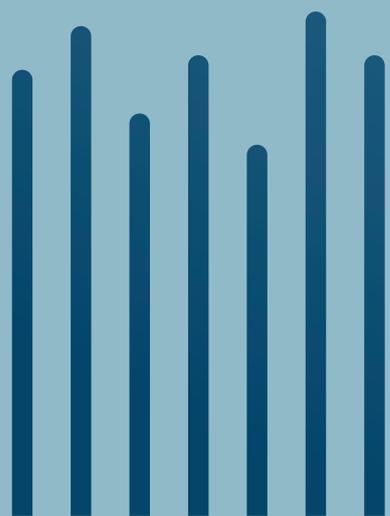
I Quaderni Assosim ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dell'Associazione.

Indice

Editoriali	7
NFT-backed loans. Operatività e problemi giuridici	9
L'applicazione degli stress test alla FinTech	11
L'eredità della "sentenza Cattolica" nella recente giurisprudenza in materia di contratti derivati - il criterio del mark-to-market	14
Novità Normative	17
Il nuovo regolamento UE sui green bond: un raro (e virtuoso) esempio di regolazione light-touch da parte del legislatore europeo	19
La pubblicazione degli standard ISSB: novità e questioni aperte in materia di rendicontazione sulla sostenibilità	22
Giurisprudenza	25
Angolo Fiscale	29
Imposta minima globale, punti fermi e questioni aperte in vista della prossima attuazione	31
Riforma fiscale: in attesa della riforma IRES, il governo introduce nuovi incentivi alle assunzioni e abroga l'ACE	34
Uno sguardo al mercato	34
La negoziazione in Italia. Campanelli di allarme	39
Eventi e Formazione Assosim	43

A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page, curve upwards and to the right, and then level out towards the right edge. The background is a light blue gradient that transitions from white at the top to a darker blue at the bottom.

Editoriali



Il nuovo regolamento UE sui green bond: un raro (e virtuoso) esempio di regolazione light-touch da parte del legislatore europeo

di Sergio Gilotta

1. Il 22 novembre 2023 il legislatore europeo ha adottato il Regolamento (UE) 2023/2631 che disciplina i “green bond”. I green bond sono obbligazioni – dunque strumenti per la raccolta di capitale di debito – la cui principale caratteristica è rappresentata dal fatto che i proventi dell’emissione vengono destinati al finanziamento di progetti a attività “verdi”, ossia sostenibili sul piano ambientale. Il mercato dei green bond è relativamente recente (quello che è comunemente considerato il primo green bond, il Climate Awareness Bond della Banca europea per gli investimenti, è stato emesso nel 2007), ma ha conosciuto una crescita impetuosa e ha oggi raggiunto la ragguardevole dimensione di più di due trilioni di dollari (<https://www.statista.com/topics/9217/green-bonds-market-worldwide/#topicOverview>). Con il regolamento appena menzionato (d’ora innanzi, per semplicità, “il Regolamento”), il legislatore europeo istituisce una sorta di gold standard opzionale riservato agli emittenti e agli investitori che intendano rispettivamente finanziarsi o investire attraverso green bond della più elevata qualità.

Il Regolamento – che ha avuto una gestazione non breve (la proposta della Commissione europea è del 6 luglio 2021) e a tratti incerta – rappresenta un importante tassello del Piano d’azione per la finanza sostenibile della Commissione europea. Obiettivo delle nuove regole è promuovere lo sviluppo del mercato dei green bond e favorirne il buon funzionamento, attraverso uno strumento regolamentare che fornisca agli operatori di mercato un quadro certo circa le attività che possono essere finanziate attraverso i green bond e che contrasti in parallelo i rischi di greenwashing. L’idea alla base dell’iniziativa – inespresa ma evidente – è che gli attuali standard privati che regolano il mercato, elaborati da organizzazioni internazionali espressione degli operatori (come l’International Capital Markets Association, autrice di un insieme di linee-guida, i Green Bond Principles, ampiamente utilizzati nella prassi) siano insufficienti a garantire il raggiungimento di tali risultati. Il legislatore europeo lamenta infatti le difficoltà e i costi per gli investitori per quel che concerne la concreta determinazione dell’impatto ambientale delle emissioni obbligatorie e la comparazione delle diverse emissioni, nonché la mancanza di una definizione generale di attività sostenibile sul piano ambientale, elemento che è fonte di

incertezza e che crea rischi reputazionali per gli emittenti (così la Relazione alla Proposta di Regolamento della Commissione europea, 6 luglio 2021).

2. Come si è accennato, il Regolamento istituisce uno standard opzionale per l’emissione dei green bond. Gli emittenti che intendano utilizzare la speciale dicitura “European Green Bond” (“EuGB”) per le proprie emissioni obbligazionarie verdi devono rispettare le condizioni e i requisiti previsti dal Regolamento.

Un primo importante requisito per ottenere l’appena menzionata denominazione concerne la destinazione dei proventi dell’emissione (use of proceed). È stabilito che prima della scadenza dell’emissione almeno l’85% di tali proventi debba essere stato assegnato a progetti e attività sostenibili sul piano ambientale allineate al Regolamento tassonomia. Più esattamente, essi devono risultare conformi ai relativi criteri di vaglio tecnico (technical screening criteria), finalizzati a stabilire se l’attività può effettivamente considerarsi sostenibile. Il rimanente 15% può essere assegnato ad attività per le quali manchino specifici criteri di vaglio tecnico, ma che comunque rispettino le altre prescrizioni del Regolamento tassonomia.

In secondo luogo, è previsto che l’emittente fornisca al mercato un insieme di informazioni sulla progettata destinazione dei proventi e sulla loro effettiva allocazione. Più nello specifico, prima dell’emissione è richiesta la pubblicazione di un documento informativo (il pre-issuance factsheet) che indichi quali attività e progetti l’emittente intenda finanziare con i proventi dell’emissione e come ci si attende che il bond contribuisca alla complessiva strategia ambientale di quest’ultimo; informazione importante per verificare la coerenza dell’emissione con quella strategia e dunque – indirettamente – la credibilità degli impegni ambientali dell’emittente. L’emittente deve poi fornire al mercato un resoconto annuale che dia conto dell’effettiva allocazione dei fondi (“allocation report”) e, a conclusione dell’operazione (ossia dopo l’effettiva allocazione di tutti i proventi dell’emissione), un rapporto finale che descriva l’impatto (positivo o negativo) dei progetti finanziati attraverso l’emissione (“impact report”). A ulteriore rafforzamento della trasparenza dell’operazione, il regolamento chiarisce altresì che l’emissione deve essere accompagnata da un prospet-

to informativo redatto secondo le disposizioni del Regolamento prospetto.

Sono poi previsti obblighi di verifica e certificazione dell'informazione. Più nello specifico, il Regolamento stabilisce che il documento informativo iniziale e l'ultimo allocation report siano assoggettati al controllo di un revisore esterno (external reviewer) registrato presso l'ESMA e sottoposto alla vigilanza e ai poteri sanzionatori della stessa. Le relazioni prodotte dal revisore sono poi pubblicate a cura dell'emittente e dello stesso revisore.

Il regolamento detta anche una dettagliata disciplina dei requisiti che il revisore deve possedere per ottenere la registrazione presso l'ESMA ed essere così autorizzato ad operare quale certificatore degli EuGB.

A questo proposito, le norme europee impongono il possesso di requisiti di onorabilità, competenza ed esperienza in capo agli esponenti aziendali dell'ente revisore, un organigramma adeguato allo svolgimento dell'attività, l'adozione di regole organizzative interne finalizzate, fra le altre cose, a garantire la corretta gestione e la minimizzazione dei rischi derivanti dai conflitti di interesse (conflitti di interesse che sono peraltro soggetti a specifici obblighi di disclosure).

Infine, il regolamento prevede una serie di requisiti di trasparenza opzionali per chi emette obbligazioni sostenibili sul piano ambientale (ossia, in buona sostanza, green bond per i quali non ci si avvale della speciale denominazione EuGB) e sustainability-linked bonds, ossia obbligazioni le cui caratteristiche strutturali o finanziarie (come ad esempio, e tipicamente, i rendimenti) variano in relazione al raggiungimento (o mancato raggiungimento) di determinati parametri di sostenibilità da parte dell'emittente.

3. L'elemento forse maggiormente qualificante del recente intervento del legislatore europeo è il suo carattere totalmente opzionale. Il regolamento non impone nulla a chi emette green bond sul mercato europeo, limitandosi a offrire agli emittenti la possibilità di adottare, a condizione del rispetto degli speciali requisiti da esso previsti, la speciale etichetta "European Green Bond".

Questo approccio regolamentare light-touch appare particolarmente appropriato e potrebbe fungere da modello di regolazione in altre aree della finanza sostenibile, dove invece l'approccio prescelto tende ad essere più invasivo. Esso ha il vantaggio di stimolare la competizione nel mercato degli standard – con l'indiretto effetto di favorire l'ulteriore sviluppo del mercato dei green bond – senza introdurre in esso elementi di rigidità, ma al contrario garantendo la più ampia flessibilità, preservando la libertà di scelta del

singolo emittente, che può continuare ad affidarsi agli standard privati (ed anche scegliere di non conformarsi ad alcuno standard).

Un ulteriore punto di forza delle nuove regole concerne la disciplina del revisore. Com'è intuitivo, il suo ruolo è fondamentale nel garantire l'effettiva osservanza delle disposizioni del Regolamento e con essa l'effettivo carattere "verde" dell'emissione. Il revisore, tuttavia, soffre di evidenti problemi di conflitto di interesse, legati al suo particolare modello di business, caratterizzato dal fatto che è l'emittente (e quindi il soggetto controllato) a pagare per il servizio, cosa che genera un ovvio incentivo ad essere "indulgente" nei confronti di quest'ultimo (problema peraltro comune ad altri tipi di intermediari incaricati di servizi di certificazione dell'informazione, come le società di revisione legale dei conti e le agenzie di rating). L'obbligo di registrazione presso l'ESMA e la sottoposizione ai poteri di controllo di quest'ultima potrebbe mitigare questi problemi, garantendo una maggiore autonomia e imparzialità del revisore e dunque una maggiore affidabilità delle relative certificazioni. Si noti che gli standard privati non possono riprodurre un simile meccanismo, non avendo essi il potere di incidere sui poteri e i compiti delle autorità di vigilanza pubbliche (quello che le organizzazioni private possono fare – e frequentemente fanno – è effettuare loro stesse il controllo sui revisori: è il caso di Climate Bonds Initiative, altro importante standard setter privato, che ha uno specifico programma per l'approvazione dei revisori). L'incapacità degli standard privati di imporre il controllo pubblico sui revisori attribuisce allo standard pubblico europeo un vantaggio competitivo sui suoi rivali privati.

4. Rimangono comunque alcuni problemi irrisolti. Un recente studio empirico (Curtis, Weidemaier, Gulati, Green Bonds, Empty Promises, 2023, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=4350209>) indica che i regolamenti contrattuali che governano l'emissione dei green bond sono spesso costruiti in modo da privare la clausola di destinazione dei proventi (use of proceeds clause) di qualsiasi valore vincolante. Questa è frequentemente formulata in termini vaghi o usando un linguaggio "non promissorio" finalizzato a non impegnare giuridicamente la società emittente all'effettivo finanziamento dei progetti verdi per i quali l'obbligazione è stata emessa. Gli autori dello studio correttamente sottolineano come tutto ciò sottragga credibilità all'intera operazione. Va osservato, tuttavia, che la volontà dell'emittente di non attribuire carattere vincolante all'impegno assunto circa la destinazione dei fondi non rappresenta necessariamente una forma

di greenwashing. I propositi ambientali dell'emittente possono essere sinceri, ma questi può ritenere preferibile, nell'interesse finanziario dei propri azionisti ma anche, indirettamente, dei propri bondholder, non vincolarsi alla realizzazione di investimenti che possano successivamente rivelarsi errati (ad esempio in ragione di sopravvenuti mutamenti tecnologici: si pensi all'impresa che decide di finanziare con un green bond l'adozione di una data tecnologia verde che si rivela successivamente superata).

Non è del tutto chiaro, allo stato, se un green bond il cui regolamento contrattuale sottragga espressamente qualsiasi valore giuridico alla clausola sull'utilizzo dei proventi possa beneficiare della dicitura "European Green Bond". Il complessivo tenore delle regole che disciplinano l'allocazione dei fondi sembrerebbe escluderlo. Al tempo stesso, tuttavia, il regolamento non disciplina le conseguenze civilistiche dell'eventuale inadempimento dell'emittente (ossia dell'eventuale mancato utilizzo dei fondi per i progetti verdi per i quali il bond era stato emesso), rimettendone la disciplina ai singoli ordinamenti nazionali.

Può essere interessante soffermarsi brevemente su quest'ultimo aspetto. In applicazione dei principi italiani di diritto dei contratti (e assumendo naturalmente che il regolamento contrattuale non abbia espressamente qualificato come non vincolante la clausola

di destinazione dei proventi), può ipotizzarsi il diritto al risarcimento del danno in capo ai sottoscrittori del bond, risarcimento che risulterebbe tuttavia limitato al solo pregiudizio patrimoniale eventualmente subito dall'obbligazionista (pregiudizio che coincide con il premio eventualmente pagato per l'acquisto dell'obbligazione verde in luogo di altro bond non sostenibile con le medesime caratteristiche di rischio e rendimento), nonché la risoluzione del contratto, qualora, com'è ben possibile, l'inadempimento della "promessa verde" dell'emittente risulti di non "scarsa importanza, avuto riguardo all'interesse [della controparte]" (così il disposto dell'art. 1455 c.c., in materia di risoluzione del contratto per inadempimento).

Naturalmente, poi, nulla impedisce alle parti di regolare contrattualmente le conseguenze di tale inadempimento, ad esempio stabilendo una penale per il mancato rispetto degli impegni circa l'allocazione dei fondi (e dunque quantificando ex ante l'entità del risarcimento), ovvero qualificando tale inadempimento come vero e proprio default event che determina l'obbligo di immediata restituzione del capitale e pagamento degli interessi ancora dovuti. Com'è evidente, più elevata sarà la "sanzione" prevista, più credibile risulterà l'impegno dell'emittente circa la destinazione "verde" dei proventi dell'emissione.