



UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI DI BARI  
ALDO MORO



DIPARTIMENTO JONICO IN SISTEMI  
GIURIDICI ED ECONOMICI DEL MEDITERRANEO  
SOCIETÀ, AMBIENTE, CULTURE  
IONIAN DEPARTMENT OF LAW, ECONOMICS  
AND ENVIRONMENT

16  
2020

# QUADERNI DEL DIPARTIMENTO JONICO

ESTRATTO da

I SIMPOSIO DEI DOTTORANDI SUL TEMA  
DELLO SVILUPPO SOSTENIBILE

a cura di

Domenico Garofalo, Paolo Pardolesi, Anna Rinaldi

DOMENICO GAROFALO, PAOLO PARDOLESI, ANNA RINALDI

Il DJSGE e la sfida dello sviluppo sostenibile



EDJ ZIONI  
SGE

ISBN: 978-88-945030-2-9



## DIRETTORE DEL DIPARTIMENTO

Riccardo Pagano

## DIRETTORI DEI QUADERNI

Caludia Capozza – Adriana Schiedi – Stefano Vinci

## COMITATO SCIENTIFICO

Cesare Amatulli, Massimo Bilancia, Annamaria Bonomo, Maria Teresa Paola Caputi Jambrenghi, Carnimeo Nicolò, Daniela Caterino, Nicola Fortunato, Pamela Martino, Maria Concetta Nanna, Fabrizio Panza, Pietro Alexander Renzulli, Umberto Salinas, Paolo Stefani, Laura Tafaro, Giuseppe Tassielli.

## COMITATO DIRETTIVO

Aurelio Arnese, Danila Certosino, Luigi Iacobellis, Ivan Ingravallo, Ignazio Lagrotta, Francesco Moliterni, Paolo Pardolesi, Angela Riccardi, Claudio Sciancalepore, Nicola Triggiani, Antonio Felice Uricchio (in aspettativa per incarico assunto presso l'ANVUR), Umberto Violante

## COMITATO DI REDAZIONE

Patrizia Montefusco (Responsabile di redazione)  
Federica Monteleone, Danila Certosino,  
Dottorandi di ricerca (Francesca Altamura, Michele Calabria, Marco Del Vecchio, Francesca Nardelli, Francesco Scialpi, Andrea Sestino, Pierluca Turnone)

### Contatti:

Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: Società, Ambiente, Culture

Convento San Francesco – Via Duomo, 259 – 74123 Taranto, Italy

e-mail: [quaderni.dipartimentojonico@uniba.it](mailto:quaderni.dipartimentojonico@uniba.it)

telefono: + 39 099 372382 • fax: + 39 099 7340595

<https://www.uniba.it/ricerca/dipartimenti/sistemi-giuridici-ed-economici/edizioni-digitali>



16  
2020 QUADERNI  
DEL DIPARTIMENTO JONICO

I SIMPOSIO DEI DOTTORANDI SUL TEMA  
DELLO SVILUPPO SOSTENIBILE

A cura di  
DOMENICO GAROFALO, PAOLO PARDOLESI, ANNA RINALDI

Redazione a cura di Patrizia Montefusco



Il presente volume è stato chiuso per la pubblicazione in data 31 ottobre 2020 dall'editore "Dipartimento Jonico in Sistemi giuridici ed economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture" dell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro e messo in linea sul sito <http://edizionidjsge.uniba.it/i-quaderni> ed è composto di 464 pagine.

isbn 978-88-9450-302-9

REGOLAMENTO DELLE PUBBLICAZIONI DEL DIPARTIMENTO JONICO  
IN SISTEMI GIURIDICI ED ECONOMICI DEL MEDITERRANEO:  
SOCIETÀ, AMBIENTE, CULTURE – EDJSGE

**Art. 1. Collane di pubblicazioni del Dipartimento Jonico**

Il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo: società, ambiente, culture dell'Università degli Studi di Bari Aldo Moro ha tre distinte collane:

- **Collana del Dipartimento Jonico** (d'ora in poi Collana Cartacea), cartacea, affidata alla pubblicazione di una Casa Editrice individuata con Bando del Dipartimento, ospita lavori monografici, atti congressuali, volumi collettanei.
- **Annali del Dipartimento Jonico**, collana di volumi pubblicata on line dal 2013 sul sito <https://www.uniba.it/ricerca/dipartimenti/sistemi-giuridici-ed-economici>, ospita saggi, ricerche, brevi interventi e recensioni collegati alle attività scientifiche del Dipartimento Jonico. Gli Annali del Dipartimento Jonico hanno cadenza annuale.
- **Quaderni del Dipartimento Jonico**, collana di volumi pubblicata on line sul sito <https://www.uniba.it/ricerca/dipartimenti/sistemi-giuridici-ed-economici>, ospita lavori monografici, atti congressuali, volumi collettanei monotematici.

**Art. 2. Coordinamento delle Collane del Dipartimento Jonico**

È istituito un Coordinamento delle Collane del Dipartimento Jonico formato dai Direttori delle tre collane che dura in carica per un triennio.

Il Coordinamento è diretto dal Direttore del Dipartimento in qualità di Direttore della Collana cartacea, ed è convocato, secondo le necessità, anche su richiesta dei Direttori delle Collane.

La riunione del Coordinamento a discrezione del Coordinatore può essere allargata anche ai componenti dei Comitati Direttivi delle tre collane dipartimentali.

Il Coordinamento approva o rigetta le proposte di pubblicazione dei volumi delle Collane, dopo l'espletamento delle procedure di referaggio da parte dei Direttori e dei Comitati Direttivi. In caso di referaggi con esito contrastante, il Coordinamento decide sulla pubblicazione del contributo, sentito il parere del Comitato Direttivo della collana interessata. Il Coordinamento provvede alla formazione dei Comitati scientifici e dei Comitati Direttivi secondo le modalità stabilite dagli articoli successivi.

**Art. 3. Direttori delle Collane**

La Collana Cartacea è diretta d'ufficio dal Direttore del Dipartimento Jonico che può nominare uno o più condirettori scelti tra i membri del Consiglio di Dipartimento che siano in possesso degli stessi requisiti di seguito elencati per i Direttori degli Annali e i dei Quaderni.

Il/i Direttore/i degli Annali del Dipartimento Jonico è/sono eletto/i dal Consiglio di Dipartimento.

Il/i Direttore/i dei Quaderni del Dipartimento Jonico è/sono eletto/i dal Consiglio di Dipartimento.

L'accesso alle cariche di Direttore degli Annali e dei Quaderni è riservato ai docenti in servizio presso il Dipartimento Jonico ed in possesso dei seguenti requisiti:

- professori ordinari in possesso delle mediane ASN richieste per la partecipazione alle commissioni per le abilitazioni nazionali;
- professori associati in possesso delle mediane ASN per il ruolo di professore ordinario;

- RTI in possesso dell'abilitazione per la II o la I fascia, o in possesso delle mediane ASN per partecipare alle abilitazioni per la II fascia;
- RTB in possesso di abilitazione alla II o alla I fascia.

I Direttori ricevono le istanze di pubblicazione secondo le modalità prescritte dagli articoli seguenti, valutano preliminarmente la scientificità della proposta tenendo conto del *curriculum* del proponente e dei contenuti del lavoro e procedono, nel caso di valutazione positiva, ad avviare le procedure di referaggio.

I Direttori presiedono i lavori dei Comitati Scientifici e Direttivi e relazionano periodicamente al Coordinamento.

I Direttori curano che si mantenga l'anonimato dei revisori, conservano tutti gli atti delle procedure di referaggio, informano sull'esito delle stesse gli autori invitandoli, ove richiesto, ad apportare modifiche/integrazioni, decidono, d'intesa con il Coordinamento, la pubblicazione o meno in caso di pareri contrastanti dei *referees*.

#### **Art. 4. Comitati scientifici**

Ogni collana ha un proprio comitato scientifico composto dai professori ordinari e associati del Dipartimento Jonico.

Il Consiglio di Dipartimento può deliberare l'inserimento nel Comitato Scientifico di studiosi italiani o esteri non appartenenti al Dipartimento Jonico.

#### **Art. 5. Comitati Direttivi**

Ciascuna delle tre Collane ha un Comitato Direttivo formato da professori e ricercatori, afferenti al Dipartimento Jonico, in possesso, per il rispettivo settore disciplinare, delle mediane richieste dall'ASN per il ruolo successivo a quello ricoperto o, se ordinari, per la carica di commissario alle abilitazioni nazionali.

A seguito di invito del Coordinatore delle Collane del Dipartimento Jonico gli interessati presenteranno istanza scritta al Coordinamento che, in base alle indicazioni del Consiglio di Dipartimento, provvederà alla scelta dei componenti e alla loro distribuzione nei tre Comitati Direttivi.

I Comitati Direttivi collaborano con il Direttore in tutte le funzioni indicate nell'art. 3 ed esprimono al Coordinamento il parere sulla pubblicazione nella loro Collana di contributi che hanno avuto referaggi con esiti contrastanti.

#### **Art. 6. Comitato di Redazione**

Le tre Collane sono dotate di un Comitato di Redazione unico, composto da ricercatori, dottori di ricerca e dottorandi, afferenti al Dipartimento Jonico e individuati dai Comitati Direttivi, che, sotto la direzione di un Responsabile di Redazione (professore ordinario, associato o ricercatore), nominato dal Coordinamento delle Collane del Dipartimento Jonico, cura la fase di controllo *editing*, preliminare all'espletamento della procedura di referaggio.

#### **Art. 7. Procedura di referaggio**

Tutte le Collane del Dipartimento Jonico adottano il sistema di revisione tra pari (*peer review*) con le valutazioni affidate a due esperti della disciplina cui attiene la pubblicazione individuati all'interno dei Comitati Scientifici o Direttivi, oppure, ove ritenuto necessario, all'esterno dei predetti Comitati.



La procedura di referaggio è curata dal Direttore della Collana con l'ausilio dei rispettivi Comitati Direttivi.

### **Art. 8. Proposta di pubblicazione**

La proposta di pubblicazione deve essere indirizzata al Direttore della Collana su modulo scaricabile dal sito <https://www.uniba.it/ricerca/dipartimenti/sistemi-giuridici-ed-economici>, nel quale il proponente dovrà indicare le proprie generalità e sottoscrivere le liberatorie per il trattamento dei dati personali e per l'eventuale circolazione e pubblicazione on-line o cartacea del lavoro.

Se il proponente è uno studioso "non strutturato" presso una università o centro di ricerca italiano o estero, la proposta di pubblicazione dovrà essere accompagnata da una lettera di presentazione del lavoro da parte di un professore ordinario della disciplina cui attiene la pubblicazione proposta.

Alla proposta di pubblicazione il proponente deve allegare il proprio *curriculum vitae et studiorum* (ovvero rinviare a quello già consegnato in occasione di una precedente pubblicazione) e il file del lavoro in due formati, word e pdf.

Per la pubblicazione sulla Collana Cartacea il proponente dovrà indicare i fondi cui attingere per le spese editoriali.

Le proposte di pubblicazione dovranno attenersi scrupolosamente ai criteri editoriali pubblicati sul sito <https://www.uniba.it/ricerca/dipartimenti/sistemi-giuridici-ed-economici/edizioni-digitali/come-pubblicare/criteri-redazionali-1>

Nel caso di non corrispondenza, o di corrispondenza parziale, il Responsabile di Redazione, coadiuvato dal Comitato di Redazione, invierà agli autori le indicazioni cui attenersi per la fase di *editing*.

Nel caso siano previste scadenze, pubblicate sul sito, la proposta dovrà tassativamente entro la data indicata, pena la non ammissibilità della stessa.



## INDICE

DOMENICO GAROFALO, PAOLO PARDOLESI, ANNA RINALDI  
*Il DJSGE e la sfida dello sviluppo sostenibile.* pag.9

### SEZIONE I

#### GOAL N. 3 – SALUTE E BENESSERE

DANIELA LAFRATTA  
*Tutela della salute e processi organizzativi nella sanità pubblica.  
Un approccio al modello just in time nella prospettiva Kaizen.* pag.27

### SEZIONE II

#### GOAL N. 4 – QUALITÀ DELL'ISTRUZIONE

PIERLUCA TURNONE  
*L'idea di uomo nell'Agenda ONU 2030: una riflessione  
antropologico-educativa* « 43

VALENTINA SAMPIETRO  
*Cultura, stile di vita sostenibile* « 55

ROSATILDE MARGIOTTA  
*La parola, strumento per lo sviluppo della democrazia:  
traiettorie pedagogiche* « 71

### SEZIONE III

#### GOAL N. 8 – LAVORO DIGNITOSO E CRESCITA ECONOMICA

MICHELE CALABRIA  
*Covid 19 e paralisi del mercato del lavoro tra sospensione*

*della condizionalità e blocco dei licenziamenti* « 85

MICHELE DELEONARDIS

*Lavoro autonomo e lavoro dignitoso nella prospettiva comunitari* « 97

FRANCESCA NARDELLI

*La questione salariale: il dibattito italiano ed europeo* « 109

GIUSEPPE COLELLA

*Promozione del turismo sostenibile in un contesto urbano:  
uno studio esplorativo sul caso Taranto capitale di mare* « 121

#### SEZIONE IV

##### GOAL N. 9 – IMPRESA, INNOVAZIONE E INFRASTRUTTURE

ANNALISA TURI

*Come il fisco può agevolare lo sviluppo sostenibile* « 141

RAFFAELE MUTO

*Bias e Monopoli* « 151

#### SEZIONE V

##### GOAL N. 10 – RIDURRE LE DISEGUAGLIANZE

FEDERICA STAMERRA

*Reddito di cittadinanza e riduzione delle disuguaglianze sociali* « 165

STEFANO ROSSI

*La disciplina lavoristica nel terzo settore* « 175

ALESSIO CARACCILO

*L'accesso degli stranieri extra-UE alle prestazioni di assistenza  
sociale* « 191

SONIA MEGGIATO

*Gender mainstreaming: dalle strategie comunitarie alle politiche  
locali* « 205

VALERIA CASTELLI  
*Quote rosa e nuovo codice di autodisciplina per le società  
quotate: l'annosa problematica sociale della disuguaglianza  
di genere* « 221

MARCO DEL VECCHIO  
*Non tradirai la promessa. Il ruolo dei riti juju nelle esperienze  
di tratta delle donne nigeriane* « 227

## SEZIONE VI

### GOAL N. 11 – CITTÀ E COMUNITÀ SOSTENIBILI

ANGELO RUGGERI  
*L'innovazione strategica sostenibile nelle organizzazioni museali:  
il caso del MarTa di Taranto* « 241

MAURIZIO MARAGLINO MISCIAGNA  
*La co-creazione di valore nel settore pubblico:  
spunti di riflessione* « 255

## SEZIONE VII

### GOAL N. 12 – CONSUMO E PRODUZIONE RESPONSABILI

ANDREA SESTINO  
*Gli effetti del benessere sociale percepito sull'intenzione di  
acquisto dei prodotti green* « 269

MASSIMO COCOLA  
*La non financial disclosure nel processo di transizione  
dei modelli organizzativi verso una prospettiva social orientated* « 287

FRANCESCO SCIALPI  
*La plastic tax e la sugar tax nella legge di bilancio 2020:  
limiti e prospettive* « 299

ROSA DI CAPUA, PETER A. RENZULLI  
*Modellizzazione delle emissioni di biogas dalle discariche  
di rifiuti solidi urbani: una review della letteratura* « 311

- ROSA DI CAPUA, PETER A. RENZULLI  
*Life cycle assessment di impianti di produzione di biodiesel da fanghi di depurazione: una review bibliografica* « 325
- ROSA DI CAPUA, BRUNO NOTARNICOLA  
*Life cycle assessment di reattori fotovoltaici UV-C/TiO<sub>2</sub> per il trattamento di acque reflue: una review bibliografica* « 337
- ROSA DI CAPUA,  
*Novità normative in materia di economia circolare e simbiosi industriale* « 349

## SEZIONE VIII

### GOAL N. 13 – LOTTA CONTRO IL CAMBIAMENTO CLIMATICO

- CLAUDIA ILARIA SOFIA LOVASCIO  
*Polluter pays principle: un dovere verso le nuove generazioni* « 363
- ERVINA RRUGA  
*Lo standard europeo dei green bonds per lo sviluppo della finanza sostenibile: quale opportunità per l'ambiente?* « 373
- FRANCESCA ALTAMURA  
*Gli strumenti di mercato nella lotta al cambiamento climatico: riflessioni in chiave di analisi economica del diritto* « 389
- NICOLÒ TREGLIA  
*Lo stato dell'arte e i profili evolutivi della fiscalità dei prodotti energetici: dai combustibili fossili alle fonti rinnovabili nell'ottica di una transizione ecologica* « 403

## SEZIONE IX

### GOAL N. 16 – PACE, GIUSTIZIA E ISTITUZIONI SOLIDE

- COSIMA ILARIA BUONOCORE  
*Il possibile contributo dell'arbitrato allo sviluppo sostenibile* « 419

MARIO SANTORO

*La tutela linguistica della persona offesa dal reato nel processo penale italiano*

« 435

DORELLA QUARTO

*La progressiva espansione del patrocinio a spese dello Stato in ambito penale: dall'estensione "in deroga" per le vittime vulnerabili alla preclusione per gli enti*

« 449





Ervin Rruga

## LO STANDARD EUROPEO DEI *GREEN BONDS* PER LO SVILUPPO DELLA FINANZA SOSTENIBILE: QUALE OPPORTUNITÀ PER L'AMBIENTE?

### ABSTRACT

Il Goal 13 dell'Agenda 2030 promuove azioni per combattere il cambiamento climatico. A tal fine, poiché servono ingenti risorse finanziarie, un ruolo centrale è attribuito alla finanza che ora mira ad essere sostenibile, realizzando utili economici, sociali e azioni a tutela dell'ambiente. Il saggio intende analizzare le caratteristiche dei *green bonds*, strumenti finanziari innovati e favorevoli all'ambiente, considerando come l'EU *green bonds standard* garantisca la trasparenza e promuova lo sviluppo di tali titoli.

Goal 13 of the 2030 Agenda promotes actions to combat climate change. To achieve this, since huge financial resources are required, a central role is attributed to finance which now aims to be sustainable, making economic and social profits and actions to protect the environment. The essay intends to analyze the characteristics of green bonds, innovative and environmentally friendly financial instruments, considering how the EU green bond standard ensure transparency and promotes the development of such bonds.

### PAROLE CHIAVE

Cambiamento climatico – Finanza sostenibile – EU *green bonds standard*

Climate change – Sustainable Finance – EU green bonds standard

SOMMARIO: 1. Premessa: il cambiamento climatico e il ruolo della finanza sostenibile. - 2. Iniziative internazionali ed europee per la diffusione dei *Green bonds*: da una fattispecie indefinita al nuovo Standard europeo. - 3. Criticità e prospettive di sviluppo del mercato dei titoli *green*.

1. L'interesse per l'ambiente nell'ultimo lustro ha suscitato la "sensibilità" degli attori economici (quali le imprese e l'industria bancaria) e ha coinvolto i *policy makers* delle istituzioni internazionali ed europee nella ricerca di soluzioni e strumenti adeguati per supportare la transizione da un'economia lineare ad un'economia circolare. Tale transizione richiede finanziamenti cospicui, perciò è necessario il coinvolgimento del settore privato e, in particolare, quello della finanza che oggi indossa la veste "sostenibile" al fine «di valorizzare le risorse attuali per far fronte ai bisogni e alle aspirazioni dell'uomo di oggi, ma anche di quello di domani»<sup>1</sup>. Considerare la finanza

---

<sup>1</sup> Cfr. S. Cavaliere, *La prospettiva dei green bonds per la finanza sostenibile* in *Dir. Pubbl. Europeo Rass. online*, 2020, p. 1 ss. L'autrice evidenzia che nei giorni nostri la sostenibilità costituisce "una specie di mantra, richiamata in tutti i settori del vivere sociale". Tale termine assume un ruolo centrale a partire dalla definizione dello sviluppo sostenibile come "un processo di cambiamento in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale convivono in armonia e accrescono il potenziale attuale e futuro per

come uno strumento essenziale nella lotta al cambiamento climatico, implica la trasformazione della stessa, poiché evolve da una concezione prettamente *speculativa*, (in quanto ritenuta responsabile della crisi finanziaria del 2008 di cui tutt'ora ricordiamo gli effetti), ad una nozione di finanza particolarmente sensibile ai problemi sociali ed ambientali nell'economia attuale; perciò si può parlare dell'affermazione del concetto di "finanza sostenibile"<sup>2</sup>. La politica finanziaria degli ultimi anni si è posta l'obiettivo di lanciare investimenti idonei a realizzare sia rendimenti economici sia *utili sociali*, in modo da influire positivamente sul sistema ambientale.

L'attenzione per i temi del clima da parte delle istituzioni operanti nel settore finanziario (bancario e assicurativo) deriva dall'esigenza di identificare e di valutare nella struttura organizzativa e nel business di ogni impresa i rischi e le opportunità derivanti dal cambiamento climatico<sup>3</sup>. La valutazione e la gestione della correlazione tra questi due fattori (rischio ed opportunità) è diventata essenziale per assicurare la creazione di valore nel lungo periodo, poiché la considerazione del rischio<sup>4</sup> nelle

---

soddisfare le esigenze ed aspirazioni umane". Cfr. Nazioni Unite, *Our Common Future: Report of the World Commission on Environment and Development*, in [www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/cooperazione-internazionale/agenda2030/onu--le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1987-rapporto-brundtland](http://www.are.admin.ch/are/it/home/sviluppo-sostenibile/cooperazione-internazionale/agenda2030/onu--le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1987-rapporto-brundtland), 1987.

<sup>2</sup> Cfr. *ex multis*, S. Cavaliere, cit., la quale sull'argomento cita A. Del Giudice, *La finanza sostenibile*, Torino 2019, 7 ss.; G. Sabatini, *Finanza d'impatto e Action Plan sulla finanza sostenibile: il percorso delle banche europee* in *Bancaria*, n. 4/2019, p. 23 ss.; G. Betti, *La finanza sostenibile e i "principi per la banca responsabile" delle Nazioni Unite: insieme per "un'economia verde"*, in *Credito Cooperativo*, n.1/2019, p. 38 ss.; E. Macchiavello, *Possono esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post crisi*, in *Riv. Trim. dir. dell'ec.*, n. 1/2019, p. 188 ss. Quest'ultima evidenzia che dal 2016 con l'art. 111-bis del Testo unico bancario (TUB) si introduce il concetto di *finanza etica e sostenibile* con il beneficio di riconoscere un'agevolazione fiscale a favore delle banche etiche, o agli operatori di "finanza etica e sostenibile".

<sup>3</sup> La gestione del rischio da cambiamento climatico avviene attraverso l'istituzione di adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili, ovvero la predisposizione di regole attinenti alla struttura organizzativa dell'impresa. Tali regole rientrano nell'ambito del dovere di corretta gestione della società da parte degli amministratori (art. 2392 c.c.). Tali strumenti per le imprese di dimensioni rilevanti sono previsti anche dalla disciplina della dichiarazione non finanziaria (Direttiva n. 2014/95/UE, recepita in Italia con il d.lgs. N. 254/2016) che impone alle stesse uno specifico obbligo di trasparenza (anche in ambito ambientale e di cambiamento climatico). A partire dal 2019, ad opera dell'art. 2086 c.c., novellato dall'art. 375 del d. lgs. n. 14/2019, l'obbligo di istituire tali assetti, che devono essere funzionali anche alla rilevazione tempestiva della crisi, si estende anche alle altre imprese di dimensioni minori. Cfr. M.S. Spolidoro, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. dir. societario*, 2019, p. 252 ss.

<sup>4</sup> Si tratta di due tipologie di rischi per le imprese: 1) rischio *fisico*, legato all'alterazione degli eventi naturali (ad es. i danni fisici che le imprese subiscono a causa di alluvioni) e la sua gestione implica il rischio finanziario, poiché è necessario accantonare fondi per la riparazione dei danni o il trasferimento del rischio ad un'assicurazione, provoca ripercussioni negative nell'andamento azionario e nella reperibilità del credito da parte dell'impresa; 2) rischio da *transizione* verso un'economia più sostenibile, legato alla reazione antropica al cambiamento tra cui rientrano: rischio di *compliance*; rischi reputazionali, rischi di mercato; rischi tecnologici. Cfr. Comm. EU, *Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate - related information*, giugno 2019, p. 5 ss., le quali, individuano anche rapporti di dipendenza ed opportunità collegati al tema del clima.

proprie politiche di bilancio stimola le aziende ad essere resilienti e al tempo stesso innovative per far fronte alle sfide del cambiamento climatico. Il fattore dell'alterazione del clima, nel ricoprire un'importanza nella gestione strategica e del rischio delle imprese, costituisce una variabile fondamentale nell'analisi dello sviluppo dei nuovi modelli economici<sup>5</sup>.

Nel 2015 con la sottoscrizione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite<sup>6</sup> e dell'Accordo di Parigi<sup>7</sup> - a carattere universale e giuridicamente vincolante per tutti i Paesi - l'Unione Europea ha posto la sostenibilità ambientale e sociale al centro delle proprie politiche; in particolare, la Commissione sostiene la transizione verso un modello di sviluppo economico circolare, a bassa concentrazione di carbonio e improntato all'efficienza energetica<sup>8</sup>, con l'obiettivo entro il 2050 della riduzione a zero delle emissioni di CO<sub>2</sub>. Al riguardo il sistema finanziario può rappresentare uno strumento valido per favorire un utilizzo dell'energia più *green*, il consumo efficiente delle risorse naturali e il miglioramento delle politiche sui rifiuti e sulla fertilità dei terreni.

Le operazioni della finanza sostenibile sono differenti dalle operazioni della finanza tradizionale, in quanto collocano i capitali in attività che "scommettono" su investimenti responsabili basati su strumenti e metodologie alternative, ancora in fase di evoluzione, come i *green bonds*, i *social impact bonds* e i *social bonds*, adatti ad abbinare efficienza e redditività promuovendo progetti sociali ed ambientali. Gli operatori finanziari, consapevoli che la gestione dei rendimenti conseguiti esclusivamente in un determinato settore o da parte di un'azienda tradizionale non costituiscono più un vantaggio, guardano positivamente la diffusione di prodotti finanziari attenti a fattori ambientali e sociali in quanto potenzialmente in grado di attrarre maggiori investitori.

Soddisfare l'esigenza di finanziamenti in progetti a ricadute ambientali, sociali e di buon governo societario (*environmental, social and governance, o ESG*) in un'ottica

---

<sup>5</sup> L'Accademia svedese – nell'assegnare nel 2018 il premio Nobel per l'economia a William Nordhaus e Paul Romer per aver studiato "l'integrazione tra cambiamenti climatici, innovazione e analisi economica" indica nelle sue motivazioni che "le loro ricerche hanno ampiamente allargato lo spettro dell'analisi economica costruendo modelli che spiegano come l'economia di mercato interagisce con la natura e la conoscenza, sviluppando metodi che affrontano alcune sfide fondamentali e più urgenti del nostro tempo: combinare la crescita sostenibile a lungo termine dell'economia globale con il benessere della popolazione del pianeta". Cfr. Laboratorio SPL Collana Ambiente, *I finanziamenti "green" nei servizi ambientali*, in [www.refricerche.it](http://www.refricerche.it), febbraio 2019, p. 3 ss.

<sup>6</sup> *Sustainable Development Goals* (SDGs) in <https://sustainabledevelopment.un.org/>.

<sup>7</sup> È un trattato Internazionale sottoscritto da 195 Stati nella conferenza sul clima di Parigi (COP21) e delinea un piano d'azione globale, con la finalità di limitare il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2 °C.

<sup>8</sup> Gli obiettivi da raggiungere entro il 2030 sono: 1) ridurre di almeno il 40% le emissioni di gas a effetto serra rispetto ai livelli del 1990; 2) portare la quota del consumo energetico soddisfatto da fonti rinnovabili almeno al 32%; migliorare l'efficienza energetica di almeno il 32,5% C; perciò sono necessarie ingenti risorse finanziarie.

di medio lungo termine, è la finalità degli investimenti responsabili e sostenibili (*Sustainable and Responsible Investment*, SRI<sup>9</sup>).

Sotto la definizione di investimenti “responsabili e sostenibili”, secondo l’EUROSIF<sup>10</sup>, sono declinate differenti strategie di investimento<sup>11</sup> – ognuna contraddistinta da specifici obiettivi e metodologie – che non sono auto-escludenti e, perciò, possono essere applicate allo stesso portafoglio e alle diverse classi di attivo (azioni, obbligazioni, *private equity e private debt*.). In particolare, in questo elaborato si fa riferimento alla strategia di *impact investing*, espressione con cui vengono definiti gli investimenti in grado di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme ad un ritorno in termini finanziari. Infatti a questa categoria appartengono i *green bonds* (o le obbligazioni “verdi”), strumenti che, sebbene emessi in numero ancora contenuto e senza una disciplina *ad hoc*, presentano un’espansione significativa nel mercato obbligazionario.

Il lavoro è focalizzato sull’analisi delle caratteristiche di questi titoli, andando ad evidenziare le tipologie e la loro diffusione nel mercato dei capitali, oltre che gli standard secondo cui devono essere emessi.

Nell’anno 2019 la Commissione Europea, su indicazione degli obiettivi posti nel Piano d’Azione del 2018<sup>12</sup>, ha approvato un quadro normativo costituito da tre

---

<sup>9</sup> Nel 2014 il Forum per la Finanza Sostenibile ha elaborato la propria definizione sul SRI in cui si evidenzia che “l’investimento sostenibile mira a creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo”. Cfr. Forum per la Finanza sostenibile, *L’Unione Europea e la finanza sostenibile Impatti e prospettive per il mercato italiano*, in <https://finanzasostenibile.it/>, 2019, p. 26.

<sup>10</sup> Il Forum Europeo per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili è una associazione a cui appartengono oltre 400 organizzazioni e principali operatori del settore finanziario.

<sup>11</sup> Oltre all’*impact investing*, le altre strategie più diffuse sono: 1. Selezione negativa/esclusioni: il filtro negativo impedisce il finanziamento di settori di business che ostacolano uno sviluppo sostenibile (ad es. l’industria del tabacco, delle armi e dell’energia nucleare); 2. *best in class*: selezioni di progetti sui quali investire, privilegiando le imprese capaci di ottenere i maggiori punteggi in indicatori ESG; 3. screening normativo: analizzare gli investimenti in riferimento alle normative internazionali; 4. integrazione ESG: inserimento dei fattori ESG negli investimenti; 5. investimenti a tema sostenibile: investimenti in progetti sostenibili, come per esempio le fonti di energia pulita; 6. engagement: attività di comunicazione tra impresa e un soggetto terzo, volta all’aumento della trasparenza e alla diminuzione della disinformazione, per incentivare la società ad appoggiare gli investimenti sostenibili. Cfr. P. Venturi - G. Perra, *La finanza di impatto per i cambiamenti climatici*, in <https://www.aiccon.it/>, 2018, p. 13 ss.

<sup>12</sup> Il Gruppo di Esperti sulla Finanza Sostenibile (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG*) – costituitosi a dicembre 2016 dalla Comm. Eu., a marzo 2018 ha pubblicato il *Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile*. Esso intraprende misure specifiche con l’intento di indirizzare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili; gestire in modo efficace i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, migliorare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo periodo nelle attività finanziarie. Il 2° punto del Piano riguarda la creazione di standard e certificazione di qualità per i *green bonds* con l’obiettivo di garantire la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori.

Regolamenti<sup>13</sup>: in modo da garantire uniformità e maggiore trasparenza per lo sviluppo del mercato dei *green bonds*, considerati strumenti principali della finanza sostenibile. Tali disposizioni, inoltre, sono importanti anche per prevenire il rischio del *green-washing*, fenomeno a cui fanno parte pratiche di marketing scorrette, finalizzate a “vendere” come ecologica un’attività economica o un prodotto di investimento che in realtà non lo è.

2. I cambiamenti climatici in atto implicano diversi rischi a cui il mondo delle imprese, delle istituzioni politiche e finanziarie deve far fronte. In tal senso l’inclusione nei mercati di nuove strategie, come i fattori ESG nelle politiche di investimento, e di prodotti finanziari che considerano progetti ecologici, adatti a coniugare il rendimento finanziario e la mitigazione dei rischi ambientali, è un’esigenza per far fronte alle emergenze ambientali a livello globale, in quanto i fondi pubblici sono insufficienti per finanziare gli interventi necessari per gestire i rischi economici legati ai cambiamenti climatici. Gli investitori, sebbene sostengano la causa “ambientale”, prima di poter acquistare tali titoli, vogliono comprendere cosa vuole realizzare la tecnologia verde e quali sono gli elementi che caratterizzano un’obbligazione *green*, al fine di monitorare l’utilizzo del capitale e le sue relative rendite. I *green bonds* (detti anche *climate bonds*) si distinguono tra le varie forme di investimenti verdi, in quanto espressamente eletti per supportare la causa della sostenibilità ambientale. Tali strumenti altro non sono che titoli obbligazionari associati al finanziamento o rifinanziamento di progetti sostenibili legati a programmi che abbiano un impatto positivo per l’ambiente, come quelli relativi alla produzione di energia da fonti rinnovabili, all’efficienza energetica, alla gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, al miglioramento delle infrastrutture per i trasporti<sup>14</sup>.

Ad oggi, non esiste una definizione condivisa e giuridicamente normata di *green bond* o uno standard globale che certifichi come “verde” un determinato bond, ma dal 2014 l’*International Capital Market Association* (ICMA) ha emanato delle linee guida, i c.d. GBP, ovvero i *Green Bond Principles* che – tracciati ed aggiornati regolarmente dall’ICMA – hanno la finalità di garantire la trasparenza e l’integrità nella comunicazione tra emittente ed investitore, tutelando il secondo e supportando il primo nel processo di emissione. I GBP sono delle linee guida ascrivibili ad una *soft law*, in quanto sono contraddistinti dall’autoregolamentazione derivante dal mercato, poiché

---

<sup>13</sup> Reg. UE 2020/852 sulla Tassonomia UE; Reg. UE 2019/2088 “relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari”, integrato di recente dal Reg. 852; Reg. UE 2019/2089 sul *climate Benchmark* per i prodotti di investimento.

<sup>14</sup> *Climate Bond Initiative* (CBI) e *International Capital Market Association* (ICMA) – organizzazioni che promuovono le attività di sensibilizzazione nel mercato obbligazionario globale verso un’economia sostenibile – individuano le categorie di progetti rientranti nel perimetro dei *green bonds*. Cfr. Laboratorio SPL, *cit.*, p. 6 ss. e M. Demary e A. Neligan, *Are green bonds a viable way to finance environmental goals? An analysis of changes and risks of green bonds*, in *IW-Report*, n. 28/2018, p. 5 ss.

non sussistono delle penalità vere e proprie a carico di chi non li rispetta. Una conseguenza dell'inosservanza dei principi, che potrebbe essere considerata come una sorta di sanzione implicita, deriva proprio dal mercato: l'emittente di *green bonds* che non si conforma alle indicazioni dell'ICMA, in molti casi, acquisisce una reputazione negativa che potrebbe danneggiare l'immagine dell'azienda.

I *green bonds* (GB) certificati dai GBP dell'ICMA<sup>15</sup> si differenziano dalle obbligazioni tradizionali per determinate caratteristiche le quali si possono sintetizzare in quattro punti: l'impiego dei proventi (*Use of proceeds*) derivanti dall'emissione di un *green bond* per finanziare o rifinanziare progetti *green*; adeguata selezione e valutazione dei progetti *green*, sicché la trasparenza, demandata al prospetto informativo<sup>16</sup>, diventa essenziale; diretto collegamento dei proventi al progetto selezionato, in quanto i ricavi netti dei *green bonds* dovrebbero essere depositati su un conto legato ad uno specifico portafoglio facilmente tracciabile dall'emittente; l'elaborazione dagli emittenti di una rendicontazione (*reporting*), almeno su base annuale, nella quale bisogna riportare in modo chiaro e dettagliato i progetti che sono stati finanziati, nonché le attività e i risultati che sono stati raggiunti. Nell'emissione dei GB, essenziale è la predisposizione di una relazione da parte di un revisore esterno che, oltre a garantire la conformità del *bond* alle quattro componenti fondamentali dei GBP, certifica la veridicità dei documenti, degli obiettivi generali e delle strategie dell'emittente riguardo la sostenibilità ambientale. (la c. d. *second opinion*<sup>17</sup>).

I titoli *green* sono emessi inizialmente da istituzioni finanziarie sovranazionali: nel 2007 è stata lanciata la prima obbligazione verde a livello globale, il c.d. *climate awareness bond*, dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI)<sup>18</sup> per finanziare

---

<sup>15</sup> L'ICMA, a seconda del tipo di finanziamento previsto nell'obbligazione, classifica i *green bonds* in quattro categorie: *Standard use of proceed bond* – emessi principalmente da enti sovranazionali e grandi banche - obbligazioni che impiegano i proventi in modo tracciabile e danno il diritto al sottoscrittore di adire alle vie legali nei confronti dell'emittente; *Green revenue bond* – emessi per lo più da istituzioni pubbliche (Stato ed Enti locali) - il cui rimborso si basa sui flussi di cassa ottenibili dal progetto *green* finanziato; *Green project bonds*, emessi nell'ambito della finanza di progetto; *Green Securitised Bonds* caratterizzati dal rimborso del capitale con flussi finanziari derivanti dalle attività cartolarizzate. Cfr. P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, *Il mercato dei green bonds*, in *Osservatorio monetario*, n. 1/2020, p. 27 ss. e S. Cavaliere, *La prospettiva*, cit., p. 6.

<sup>16</sup> Gli investitori devono rintracciare in modo chiaro ed inequivocabile gli obiettivi di sostenibilità ambientale; il processo che ha consentito all'emittente di verificare l'aderenza del progetto da finanziare con le categorie di progetti definibili *green*; i criteri impiegati per la selezione dei progetti. Al riguardo i GBP raccomandano ad ogni emittente di integrare con una revisione esterna, redatta da un valutatore qualificato, il processo di valutazione del progetto *green*. Cfr. P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, cit.

<sup>17</sup> La *Second party Opinion* può essere redatta da un'istituzione esperta nella sostenibilità ambientale e la cui indipendenza dall'emittente sia sufficiente a garantire la credibilità del *green bond*. Cfr. Linee Guida, cit., 2018, p. 8 e ss. e F. Templeton, *Green bond: alla ricerca di nuove opportunità d'investimento a sostegno dell'ambiente*, in <https://www.eticanews.it/>, 2019, p. 3 ss.

<sup>18</sup> È l'istituto di credito dell'Unione Europea, istituito nel 1958 dal Trattato di Roma, preposto al finanziamento dei progetti che contribuiscono a realizzare gli obiettivi politici dell'Unione, sostenendo l'economia, creando occupazione e promuovendo l'uguaglianza. Il suo impegno in ambito ambientale si riscontra nell'art. 11 del TUEF (secondo cui la tutela dell'ambiente deve essere integrata nella

progetti mirati ad individuare soluzioni per la riduzione degli effetti dei cambiamenti climatici; nel 2008 è stata emessa il primo *green bond* della Banca Mondiale. In seguito, il mercato comincia ad espandersi con l'emissione di titoli da parte di aziende<sup>19</sup>, municipalità e agenzie statali. Di recente si registra una crescita significativa dell'emissione di tali titoli, ciò grazie alle politiche adottate a seguito della Conferenza di Parigi del 2015<sup>20</sup> e all'impegno di alcuni paesi - tra cui Cina ed India - nell'individuare nuove forme di energia (ovvero la produzione dell'energia da fonti rinnovabili) al fine di ridurre l'utilizzo dei combustibili fossili e di conseguenza abbattere le emissioni di gas serra. Infatti, la diffusione dei *green bonds* risiede in due fattori chiave: da un lato l'ingresso nel mercato delle obbligazioni verdi emesse dalle grandi imprese dei Paesi emergenti e dall'altro l'attenzione delle istituzioni internazionali al tema della sostenibilità.

In considerazione dei due temi centrali, ovvero il cambiamento climatico e l'inclusione finanziaria, contenuti nelle linee guida definite all'interno dei *Sustainable Development Goals* promossi dalle Nazioni Unite, tutte le banche principali di Sviluppo (*World Bank, European Investment Bank, Asian Development Bank, African Development Bank, International Finance Corporation, European Bank for Reconstruction and Development*) stanno offrendo il loro contributo per la sostenibilità mediante l'avvio di nuovi programmi di emissione dei *green bonds*.

L'Unione Europea ha delineato la sua strategia per la sostenibilità ambientale nel Piano d'Azione<sup>21</sup> e l'attuazione di tale piano ha avuto un riconoscimento significativo a giugno del 2019, quando sono stati pubblicati i tre rapporti del Gruppo di tecnici esperti sulla finanza sostenibile (o *Technical Expert Group on Sustainable Finance - TEG*)<sup>22</sup>, costituito dalla Commissione per assisterla nell'elaborazione di iniziative legislative necessarie per regolare le obbligazioni verdi. Tali rapporti riguardano l'introduzione: 1) della c.d. tassonomia, ovvero l'elaborazione di una classificazione

---

definizione e attuazione delle azioni UE nell'ottica della promozione dello sviluppo sostenibile) e nell'art. 194 del TUEF (secondo cui la politica UE nel settore dell'energia è intesa a promuovere il risparmio energetico, l'efficienza energetica e lo sviluppo di energie nuove e rinnovabili). Attualmente, la BEI è il principale emittente di *green bond*, con una raccolta di €23,5 miliardi al 31 dicembre 2018. Cfr.: <https://www.eib.org/> e S. Cavaliere, *cit.*, p. 8.

<sup>19</sup> Il coinvolgimento delle società non finanziarie nell'emissione di tali titoli è connesso alla possibilità di usufruire di alcuni vantaggi di natura: "finanziaria", dovuti principalmente alla crescente domanda da parte degli investitori di *strumenti* di investimento sostenibile, e non finanziaria, in relazione alla buona reputazione acquisita sul mercato dall'emittente, in quanto il ricorso ai *green bonds* e le successive attività di rendicontazione permettono alle imprese di comunicare in modo credibile le proprie politiche e strategie di sostenibilità con riferimento ai temi ESG e ciò probabilmente si riflette sulla percezione dei diversi *stakeholder* dell'impresa emittente.

<sup>20</sup> I *green bonds* sono considerati come uno degli strumenti chiave a cui mobilitare le risorse finanziarie per raggiungere l'obiettivo della temperatura dell'Accordo di Parigi. Cfr. G. Gianfrate – M. Peri, *The green advantage: Exploring the convenience of issuing green Bonds*, in *Science Direct*, 2019, p. 133 ss.

<sup>21</sup> Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

<sup>22</sup> Il TEG è costituito da esperti del mondo produttivo e finanziario, da membri della società civile – accademica e da osservatori delle autorità europee.

delle attività da considerare “sostenibili”; 2) dell’EU *Green Bond Standard* (GBS); 3) del *climate benchmark* per i prodotti di investimento, al quale è seguito il *Final Report* nel settembre scorso<sup>23</sup>.

Il gruppo nel suo rapporto ha evidenziato che il mercato europeo dei *green bonds* – la cui emissione fa fede agli standard elaborati da iniziative private (come i GBP dell’ICMA) che, sebbene utili, si sono rilevati insufficienti - è caratterizzato da un’offerta di titoli carente rispetto ad una tendenza crescente della domanda, dovuta principalmente alla sensibilità degli investitori alla tematica ambientale. Tra i motivi dell’offerta carente ai annoverano i costi legati alla certificazione esterna e i limitati vantaggi in termini di prezzo per gli emittenti. Per ovviare a ciò è necessario introdurre procedure semplificate e standardizzate di emissione; al riguardo il TEG nel suo rapporto sugli standard UE dei *green bonds*<sup>24</sup> (o *EU Green Bond Standard - EU-GBS*), ispirandosi a buone pratiche diffusosi sul mercato come i GBP, propone criteri volontari e non legislativi per migliorare l’efficacia, la trasparenza, la comparabilità e la credibilità, nonché per sostenere gli attori del mercato a investire in tali titoli di debito. Il TEG ha specificato che un *Eu Green bond* si configura come ogni tipo di obbligazione o strumento di debito quotato o non quotato emesso da un emittente europeo o internazionale che sia allineato al *EU-GBS*. Quest’ultimo, secondo il TEG, è caratterizzato da quattro componenti essenziali: i proventi raccolti con l’emissione delle obbligazioni verdi dell’UE devono essere utilizzati per finanziare o rifinanziare progetti che siano conformi ad almeno una delle sei tassonomie ambientali prescritte<sup>25</sup>, rispettando il minimo delle garanzie sociali; la necessità di compilare e pubblicare un prospetto informativo, il c.d. il *Green Bond Framework*, nel quale si dimostri l’allineamento dei *green bonds* emessi con gli EU – GBS, illustrando come la strategia dell’emittente si adegui a tali obiettivi e rispetti i punti principali da indicare nella

---

<sup>23</sup> Cfr. Technical Expert Group, *Report on benchmarks*, giugno e settembre 2019. In seguito a questi due rapporti del TEG, è stato pubblicato il Reg. Eu. sul Benchmark (*EU Regulation 2019/2089*, novembre 2019), il quale impone agli investitori istituzionali - (fondi di investimento e pensione) che vogliono tenere sotto controllo la loro esposizione ai rischi ambientali – di considerare, oltre agli usuali indicatori di rischio – rendimento, anche indicatori ambientali e specifici obiettivi riguardo alla riduzione delle emissioni di gas-serra e alla transizione verso un’economia a basso contenuto di carbonio. Cfr. A. Baglioni, *Le politiche europee per una finanza sostenibile*, in *Osservatorio Monetario*, 2020, p. 11 ss.

<sup>24</sup> In <https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-green-bond-standard>, pubb. 18/06/2019.

<sup>25</sup> Secondo la Tassonomia UE una attività economica può considerarsi ‘sostenibile’ dal punto di vista ambientale se contribuisce in misura sostanziale ad uno o più dei seguenti obiettivi: 1) mitigazione del cambiamento climatico, 2) adattamento al cambiamento climatico; uso sostenibile dell’acqua; transizione verso un’economia circolare (quindi riduzione e riciclo dei rifiuti); 5) controllo e riduzione dell’inquinamento; 6) protezione e ripristino degli ecosistemi. Cfr. Technical Expert Group, *Taxonomy Technical Report*, 2019, p. 2 ss. e *Usability Guide TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*, marzo 2020, p. 14 ss. Il GBS, a differenza dei GBP, fa riferimento al Regolamento sulla Tassonomia che contempla espressamente i *green projects* al fine di garantire maggiore trasparenza e credibilità per gli investitori e per il mercato. Cfr. A. Baglioni, *cit.*, p. 7 ss. e Cfr. P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, *cit.*, p. 26 ss.



rendicontazione delle obbligazioni verdi; l'obbligo di predisporre due relazioni distinte: una riguardante l'allocazione dei proventi nei diversi progetti, compresa una suddivisione geografica (la c.d. *allocation report*) e l'altra, delineando l'impatto ambientale, sui risultati ottenuti (la c.d. *impact report*); la verifica obbligatoria del *Green Bond Framework* attraverso un revisore esterno. Rispetto agli standard dell'ICMA, la novità fondamentale introdotta dai EU GBS è l'istituzione di un albo dei certificatori accreditati, ovvero esperti del settore (i revisori esterni) che forniscono la *second opinion*, i quali dovranno essere iscritti ad un registro pubblico gestito dall'Autorità europea di vigilanza dei prodotti finanziari e mercati (ESMA) che regola i mercati finanziari nel quadro del sistema Europeo di vigilanza finanziaria. I criteri standard, secondo l'opinione di TEG, rimuoverebbero gli ostacoli del mercato attuale, in quanto ridurrebbero la disinformazione sulle obbligazioni verdi, uniformando i processi di verifica e di rendicontazione. Inoltre, i parametri ufficiali preposti dal TEG e a cui i *green bonds* dovrebbero adeguarsi, potrebbero rendere più semplice l'individuazione dei criteri da utilizzare per erogare eventuali incentivi (come sussidi, sovvenzioni o agevolazioni fiscali), al fine di consentire uno sviluppo del mercato, nonché stabilire un livello di parità di condizioni tra gli emittenti delle obbligazioni verdi e quelli dei titoli convenzionali<sup>26</sup>. Dopo la pubblicazione delle linee guida sui EU GBS dal TEG, la Commissione europea, a seguito della consultazione pubblica per tre mesi a cui sono invitati a partecipare gli operatori del mercato delle obbligazioni verdi, deciderà nel terzo trimestre del 2020 sull'opportunità di perseguire un approccio legislativo e quale forma dovrebbe avere il GBS finale dell'Unione Europea. Essa, qualora proponesse delle modifiche, sarà coadiuvata dal gruppo degli esperti e nel frattempo quest'ultimo prosegue il lavoro sul progetto di istituire il sistema temporaneo e volontario di registrazione dei verificatori approvati.

I *green bonds* nel 2015 acquisiscono dignità strategica autonoma nel piano operativo aziendale della BEI, in quanto tempo addietro gli obiettivi di *climate action* si erano focalizzati solo sui prestiti; nell'anno 2017, in occasione dell'*One Planet Summit* di Parigi, le problematiche del cambiamento climatico diventano una sfida anche per le grandi istituzioni finanziarie, sicché le autorità di supervisione e otto banche centrali hanno istituito il *Network for Greening the Financial System* (il c.d. NGFS di cui attualmente fanno parte 54 banche centrali e autorità di vigilanza) che attraverso "Una guida all'investimento sostenibile" pone l'obiettivo di rendere più verde il sistema finanziario. Di recente, anche la Banca dei Regolamenti Internazionali, sempre nell'ottica di promuovere la finanza sostenibile, ha emesso un *green bond fund* riservato alle banche centrali, con la finalità per quest'ultime di agevolare

---

<sup>26</sup> Cfr. TEG 2019, *Report on EU Green Bond Standard*, in <https://ec.europa.eu/info>, 2019, p. 43 ss.; S. Cavaliere, cit.

l'investimento delle proprie riserve in *green bonds*, contemplando così la sostenibilità come possibile integrazione delle attuali strategie di gestione delle riserve<sup>27</sup>.

Negli ultimi anni, l'emissione dei titoli *green* ha conosciuto un andamento crescente anche nel mercato italiano, dove anche qui la disciplina si basa sul principio dell'autoregolamentazione da parte degli emittenti, in quanto la Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa) è coinvolta in modo indiretto e aspecifico sull'apposito segmento di Borsa Italiana di negoziazione. La Consob, di recente, ha istituito al proprio interno un Gruppo di Lavoro con funzioni del Comitato Direttivo (*Steering committee*), il quale, oltre a valutare le ricadute sul diritto societario e finanziario, conduce un'analisi dei fenomeni relativi alla finanza sostenibile (emissione di titoli *green*, politiche ESG attuate dagli investitori istituzionali, informativa non finanziaria) e delle innovazioni di prodotto e/o di processo che si stanno diffondendo in ambito climatico.

La Borsa Italiana, inoltre, ha ricoperto un ruolo significativo nel promuovere la definizione di standard informativi adatti a favorire lo sviluppo dei *green bonds*. Oltre alla sua partecipazione della *Sustainable Stock Exchange Initiative* lanciata dalle Nazioni Unite al fine di supportare la transizione verso un'economia a basso impatto ambientale, aderisce - tramite il *London Stock Exchange Group* - alla *Climate Bond Initiative* ed è tra gli osservatori dei *Green Bonds Principles* dell'ICMA. Essa, dopo aver rilevato l'importanza dei fattori ESG nei processi decisivi degli investitori, si è occupata a sensibilizzare gli emittenti a fornire ai mercati un'informativa più completa sulle proprie politiche ESG — mettendo a disposizione del mercato una serie di strumenti<sup>28</sup> per indentificare ed analizzare meglio il mondo della finanza sostenibile. Sicché, a partire dal 2017, ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e *retail* la possibilità di individuare i titoli i cui proventi sono devoluti al finanziamento di progetti favorevoli all'ambiente attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente, prevedendo il rinnovo, almeno annuale, di tale informativa.

---

<sup>27</sup> Cfr. A. Baglioni, *Le politiche europee per una finanza sostenibile*, cit., p. 16 ss; I. Fender, M. Mcmorrow, V. Sahakyan e O. Zulaica, *Green bonds: the reserve management perspective*, in [www.bis.org](http://www.bis.org), 2019.

<sup>28</sup> Tali strumenti riguardano: a) indici ed analisi; b) guida al reporting ESG per le società quotate; c) Segmento dei *green* e/o *social* bond in negoziazione sui mercati MOT ed ExtraMOT. Quest'ultimo, nato come trasversale ai mercati di debito di Borsa Italiana, ha la finalità di coinvolgere tutte le tipologie di operazioni e di emittenti, dagli enti governativi, agli emittenti bancari o sovranazionali, alle c.d. "*corporate large cap*" fino alle piccole e medie imprese non quotate, vero motore dell'economia nazionale. Al riguardo, la Commissione, nel promuovere buone pratiche in ambito ESG, è attenta alle esigenze di tutti i clienti, impegnandosi a definire *standard* accessibili a tutto il mercato, tenendo in considerazione anche le diverse realtà degli emittenti e delle loro caratteristiche peculiari, in quanto applicare il medesimo *standard* sia alle società a larga capitalizzazione che alle PMI comporterebbe il rischio di rendere tali strumenti difficilmente accessibili per quest'ultime. La Borsa è dell'idea che la crescita sostenibile, l'introduzione e lo sviluppo delle politiche ESG nei modelli di business delle società siano i passi che le aziende devono compiere affinché esse stesse possano presentarsi e, non solo i singoli strumenti, come sostenibili. Cfr. Il Forum sulla Finanza sostenibile, *L'Unione Europea*, cit., 2019, p. 79 ss.

La prima obbligazione verde italiana è stata emessa nel 2014 dalla *multiutility* emiliana Hera<sup>29</sup>, seguita da Enel, Intesa Sanpaolo, Ferrovie dello Stato Italiano e CDP. A maggio del 2019, anche la Banca d'Italia, così come altre banche centrali europee, ha introdotto criteri di sostenibilità nella sua strategia di investimento dei fondi propri<sup>30</sup>.

3. Le emissioni dei *green bonds* a livello mondiale, nel quinquennio 2014 – 2019, passando da meno di 50 miliardi a 250 miliardi di dollari<sup>31</sup>, si sono quintuplicate e solo per il mercato italiano nel 2008 è stata evidenziata una crescita di tali titoli del 120%<sup>32</sup>. Tuttavia, essi rappresentano una nicchia del mercato rispetto alle obbligazioni convenzionali, ma vi sono i presupposti affinché tali strumenti possano assumere un ruolo centrale sul mercato.

I singoli Stati, di recente, hanno mostrato il loro interesse per l'emissione di tali titoli: attualmente la quota di mercato dei titoli *green* governativi è del 9% rispetto alle altre tipologie di obbligazioni verdi. Nel 2016 la Polonia è stata la prima ad emettere il primo *green bond* di Stato per un ammontare pari a € 750 milioni e, successivamente, è stata seguita nell'emissione di titoli di Stato *green* da Irlanda, Belgio e Olanda. La Francia, invece, ha immesso nel mercato un OAT (un titolo di Stato) che da un capitale iniziale di € 7 miliardi ha raggiunto la quota di € 22 miliardi, poiché c'è stato una forte richiesta degli investitori istituzionali. In Italia, a fine dicembre scorso, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), ha indicato nelle "Linee guida per la gestione del debito pubblico per il 2020" l'intenzione di introdurre nuove obbligazioni *green* nella gamma di titoli offerti al mercato. La legge di bilancio del 2020<sup>33</sup>, prevede che per l'introduzione di emissioni *green*, debba essere istituito un Comitato interministeriale *ad hoc* coordinato dal MEF (le cui modalità di funzionamento saranno stabilite con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri) nonché un sistema di certificazione esterna per la rendicontazione dell'impatto ambientale dei futuri interventi da finanziare.

Tali titoli, sebbene siano caratterizzati da un'assenza di esposizione diretta al rischio, dalla certezza della destinazione dei fondi, nonché dalla possibilità di una verifica *ex post* dettagliata, sono contraddistinti anche da diverse criticità tuttora persistenti, diversamente da quanto ci si potrebbe aspettare.

---

<sup>29</sup> È da considerare che il 75 % appartiene ad investitori sono stranieri (fondi di investimento francesi, inglesi e tedeschi) e solo il 25%, invece, è sottoscritto da investitori italiani.

<sup>30</sup> Cfr. I. Visco, *Sustainable development and climate risks: the role of central banks*, in <https://www.bancaditalia.it>, 2019.

<sup>31</sup> A. Baglioni, *Le politiche europee*, cit., p. 1 ss.

<sup>32</sup> Cfr. M. Monti, *Il fenomeno dei green bond: crescita del 120% sul 2018*, in *il Sole24Ore*, 2019.

<sup>33</sup> La legge del 27 dicembre 2019, n. 160 - Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2020 e bilancio pluriennale per il triennio 2020-2022, in *Gazzetta Ufficiale*, dicembre 2019. Tale legge ha previsto anche la costituzione di un fondo di 4,24 miliardi di € dal 2020 al 2023 (470 milioni nel 2020, 930 mln nel 2021 e 1,42 mld di euro per gli anni 2022 e 2023 – art. 1, co. 85) per progetti di sostenibilità ambientale.

Da un'indagine condotta dal *Climate Bond Initiative*<sup>34</sup>, è stato evidenziato che la quota marginale dei titoli *green* è dovuta, oltre allo squilibrio tra domanda ed offerta (eccesso della prima rispetto all'ultima), anche al fatto che gli investitori, esprimendo la loro preferenza per l'allocazione delle risorse presso le società non finanziarie (le quali occupano il terzo posto nelle emissioni) o gli investitori istituzionali, segnalano una forte concentrazione all'interno di singole tipologie di emittenti (si consideri ad esempio alle principali banche di sviluppo che hanno la quota di mercato più ampia), perciò è difficile conseguire una sufficiente diversificazione del portafoglio.

I *green bonds*, salvo casi particolari, non riescono a replicare l'andamento dell'indice delle obbligazioni tradizionali<sup>35</sup>, perché gli investitori, pur mostrandosi favorevoli alla lotta ai cambiamenti climatici, rimangono alla ricerca dei rendimenti più alti, inserendo nei loro portafogli titoli più volatili che sono contraddistinti da guadagni maggiori. Invece, le obbligazioni verdi potrebbero essere caratterizzate da una bassa volatilità, dovuta ai lunghi tempi di realizzazione dei progetti *green*. Un altro tipo di *climate bonds*, i c.d. *climate bonds initiative*, possono soddisfare in parte le esigenze di chi vuole maggiori rendimenti, ma essi suscitano non pochi dubbi riguardo l'utilizzazione dei loro proventi, poiché non è chiaro cosa finanziano dato che anche le compagnie petrolifere, pur essendo tra i principali responsabili dell'inquinamento globale, emettono tali titoli<sup>36</sup>.

La facoltatività dell'adesione ai GBP e agli EU-GBS, nonché l'assenza di norme imperative, consente lo sviluppo di episodi di *green-washing* o *social – washing*, - il marketing ambientale fuorviante, ovvero un fenomeno che porta gli emittenti ad attribuire l'etichetta *green* ad un bond senza che ad esso sia riconducibile alcuna reale intenzione di intervento a favore dell'ambiente o di altri ambiti legati alla sostenibilità. Si tratta di comportamenti opportunistici adottati da parte di alcune società emittenti, le quali facendo credere di essere sostenibili, quando in realtà non lo sono, creano inefficienze del mercato e in tal modo frenando anche gli investitori. Bisogna considerare anche il rischio dell'innescò di un eventuale effetto "bolla", ovvero gli operatori del settore sono preoccupati che possa scoppiare una "bolla" obbligazionaria

---

<sup>34</sup> CBI, *Green Bond European Investor Survey*, in [www.climatebonds.net](http://www.climatebonds.net), 2019.

<sup>35</sup> Cfr. V. D'Algerio, *Green bond, ecco cosa sono e come funzionano*, in *Il Sole 24 ore*, 2020, p. 2.; bisogna considerare che alcuni autori, attraverso studi empirici, evidenziano che la differenza di rendimento tra i titoli *green* e quelli ordinari emessi dallo stesso emittente è minima; così D. Y. Tang, Y. Zhang, *Do shareholders benefit from green bonds?* in *Journal of Corporate Finance*, 2018, p. 1 ss. e altri come P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, *Il mercato dei green bonds*, cit., p. 37 ss., indicano come in realtà gli studi che analizzano il c.d. *greenium* (crasi tra *green* e *premium*) ovvero la sussistenza del minor rendimento dei *green bonds* rispetto a quelli convenzionali, non raggiungono a risultati univoci; perciò, non si può affermare con certezza che l'andamento dell'indice obbligazionario dei primi è peggiore di quello dei secondi: il dibattito sui diversi rendimenti tra tali titoli e sul *greenium* è aperto.

<sup>36</sup> Così, S. Cavaliere, cit.

verde<sup>37</sup>, considerando la possibilità che i progetti finanziati siano inadeguati a raggiungere gli obiettivi climatici che si propongono. Tale rischio potrebbe essere provocato non solo dal comportamento opportunistico, ma anche dalla mancanza di competenze specifiche in materia ambientale, sociale e di *governance*, da parte del *management* delle grandi società e di chi è responsabile della comunicazione verso l'esterno.

La mancanza di uno standard globale per certificare come “verde” un’obbligazione, permette di bluffare sui *green bonds*. Al riguardo, di recente il Sole 24 ore, considerando uno studio condotto da *Insight*, la più grande società di *asset management* del gruppo *BNY Mellon*, ha pubblicato un articolo<sup>38</sup> nel quale evidenzia che i titoli *green* non sempre sono affidabili per l’ambiente, in quanto, su un campione di studio composto da 83 *green bond* e 96 *social impact bond*, rispettivamente il 15 % dei primi e il 16% dei secondi sono sospetti, poiché ci sono dubbi sulla reale sostenibilità dell’emissione e tra i vari motivi vi è l’assenza di trasparenza sul modo in cui i finanziamenti verranno utilizzati per finanziare i progetti verdi. Lo studio dell’*Insight*, sul fronte della trasparenza sottolinea anche casi di eccellenza, però molti dei report non contengono informazioni di dettaglio su come vengono impiegati i proventi dell’emissione. Le criticità riguardo la carenza e l’assenza delle informazioni si sono riscontrate nel settore delle costruzioni, responsabile del circa 49 % delle emissioni di CO<sub>2</sub> a livello globale. Lo scenario dei *green bonds*, però, non è tutto così nero, in quanto ci sono settori e aree geografiche in cui si stanno registrando grandi passi in avanti, in particolare nel settore delle Telecomunicazioni dove tali titoli stanno finanziando progetti di sostenibilità e quello delle *utilities* europee nel quale i *green bonds* sono utilizzati per finanziare la costruzione di impianti di produzione di energia solare o eolica.

Per disincentivare il fenomeno del *green –washing*, l’Unione Europea nel 2019 ha attuato un quadro di Regolamenti con la finalità primaria di promuovere la trasparenza delle informazioni comunicate dalle imprese riguardo le strategie adottate per la sostenibilità ambientale. In particolare, si fa riferimento al Regolamento sulla Tassonomia UE che dovrebbe costituire un punto di riferimento per arrivare ad un’armonizzazione e standardizzazione dell’informazione e costituire la base per definire se un prodotto finanziario – contemplando sia i prodotti del risparmio gestito sia i *green bonds*, possa essere emesso con l’etichetta “sostenibile” o “verde”.

A tal fine e per promuovere anche lo sviluppo del mercato dei titoli “verdi”, il TEG, nel suo rapporto sui EU GBS di giugno 2019, aveva raccomandato alla Commissione Europea di introdurre obblighi di *disclosure* per tutti i *green bonds* in

---

<sup>37</sup> Cfr. M. Longo, *Bolla o non bolla sui mercati? La bilancia pende per il no*, in *il Sole 24 ore*, gennaio 2010, p. 3, nel quale l’autore ritiene che il rischio di una bolla relativa ai *green bonds* sia molto basso; opinione condivisa anche dall’autrice S. Cavaliere, *cit.*

<sup>38</sup> Cfr. E. Marro, «*Green bond*», *ecco perché le obbligazioni verdi non fanno sempre bene all’ambiente*, in *il Sole 24 ore*, luglio 2019.

conformità al nuovo Regolamento sulla *disclosure* ESG<sup>39</sup> rivolto agli investitori istituzionali e ai consulenti finanziari con l'obiettivo di introdurre regole chiare e comuni sugli obblighi di trasparenza in merito all'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento e nell'attività di consulenza. Il Regolamento, rispetto alla concezione elaborata in precedenza dal Forum per la finanza sostenibile<sup>40</sup>, introduce una definizione in senso lato di investimento sostenibile, considerando, oltre ai i fattori ambientali, tematiche sociali. Con tale locuzione si fa riferimento ad investimenti in attività economiche che contribuiscono a un obiettivo ambientale e/o sociale nel rispetto di due condizioni: 1) non devono arrecare danni significativi ad alcuno degli obiettivi ambientali e sociali; 2) le imprese che beneficiano di tali investimenti devono attenersi a prassi di buona *governance*, in particolare per quanto attiene alla solidità delle strutture di gestione, alle relazioni con il personale, alle politiche di remunerazione e al rispetto degli obblighi fiscali<sup>41</sup>.

Nell'ultima versione del *report* su EU GBS, marzo 2020, il TEG viene meno alla sua raccomandazione annunciata nella precedente relazione (2019), considerando che nella legislazione europea esistono numerosi requisiti di divulgazione riguardanti la sostenibilità per le società (si consideri l'*EU Taxonomy Regulation* e la NFRD – *Non Financial reporting Directive*), invece per i fondi di investimento e i loro produttori, nonché per i consulenti finanziari (vi è il *EU Disclosure* e il *EU Taxonomy Regulation*) e ciò potrebbe provocare confusione per gli emittenti dei *green bonds*. Perciò, il Gruppo specifica che l'onere per gli emittenti di pubblicare *reports* d'impatto e *reports* di allocazione deriva dalla proposta dell'EU GBS e non dai summenzionati Regolamenti o Direttiva. Non vi è un collegamento diretto fra i Regolamenti (sulla Tassonomia e *Disclosure*) e gli emittenti di EU *green bonds*, ma ci potrebbe essere un nesso indiretto, in quanto tali Regolamenti definiscono nuovi requisiti di informativa per una vasta gamma di *asset owners*, *asset managers* e produttori di prodotti di investimento che possono, pertanto, cercare informazioni sull'allineamento della Tassonomia UE dagli emittenti nel mercato obbligazionario<sup>42</sup>. Nell'ottica di una maggiore trasparenza, anche le *Linee-guida non vincolanti* che, integrando la Direttiva relativa alle informazioni di carattere ambientale contemplati nella DNF, impongono a tutti i tipi di imprese di specificare nelle loro DNF il peso delle obbligazioni verdi (il c.d. *Green Bond Ratio*) tra le fonti di finanziamento e al settore bancario di comunicare le attività *green* e a quelle *brown* (ad alta emissione di carbonio) al fine di una corretta rappresentazione

---

<sup>39</sup> Par. e Con. EU, *Regolamento UE 2019/2088, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal>. La normativa impone, a partire dal marzo 2021 agli Intermediari di pubblicare sul loro sito internet informazioni riguardo le modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento, intendendo per tali rischi i possibili 'eventi', legati a problemi ambientali, sociali o di *governance*, che possano avere un impatto negativo sul valore degli investimenti.

<sup>40</sup> V. nt. 10.

<sup>41</sup> Art. 2, co. 17 del Reg. UE 2019/2088.

<sup>42</sup> Cfr. TEG, *Usability guide cit. (proposal for an EU green bond standard, 2020)*

della composizione del portafoglio e specificare quanta parte di quest'ultimo è investita in *green bonds*, evidenziando, così l'impegno verso obiettivi ambientali nella politica di investimento.

L'Europa, pertanto, avendo capito l'importanza e le potenzialità della nuova finanza, si sta attivando per promuovere la sua regolamentazione e l'adozione di una Tassonomia armonizzata entro il 2021 deve ritenersi un'azione necessaria, poiché la possibilità dell'esistenza di diversi standard nazionali impedirebbe l'emergere di mercati transfrontalieri dove scambiare tali prodotti finanziari.

L'impegno verso la finanza *green* è sempre maggiore da quando nell'Unione si è insediata la nuova Commissione, poiché uno degli obiettivi primari di tale istituzione è promuovere la sostenibilità. In quest'ottica, la Presidente della Commissione, annunciando il *Green New Deal* tra i capisaldi del suo programma di governo<sup>43</sup>, ha attribuito un ruolo fondamentale ai *green bonds* nella realizzazione di questo progetto e anche l'Europarlamento, a novembre 2019, votando una risoluzione per ridurre le emissioni di gas serra del 55% entro 2030, ha incentivato l'emissione dei titoli in oggetto<sup>44</sup>.

D'altronde anche la nuova Governatrice della BCE ha espresso la volontà a favorire l'acquisto delle obbligazioni verdi attraverso un *quantitative easing green*, ritenendo che anche la politica monetaria debba contribuire a ridurre le emissioni inquinanti e al riguardo si inizia a discutere sugli effetti che potrebbe provocare tale azione della Banca Centrale<sup>45</sup>.

Occorre considerare che la crisi provocata dal Covid – 19 ha favorito maggiormente l'emissione di *social and sustainable bonds* e anche dei i c.d. *covid bonds* che finanziano progetti sociali legati alla sanità e al mantenimento dell'occupazione - rispetto a quelli *green*<sup>46</sup>, coinvolgendo anche i fattori sociali nelle strategie di investimento sostenibile, che fin ora erano focalizzati prevalentemente su questioni ambientali.

Nonostante ciò, si ritiene che anche nell'attuale contesto di crisi sanitaria la finanza sostenibile (dunque, anche il settore delle obbligazioni verdi) sarà un attore chiave per il rilancio dell'economia<sup>47</sup> che, secondo il TEG, dovrà essere resiliente, sostenibile e giusto. A tal fine, i membri del Consiglio Europeo hanno individuato il

---

<sup>43</sup> Cfr. A. Pettifor, *Prefazione I, Green Deal un progetto per la giusta transizione europea*, in [www.report.gndforeurope.com](http://www.report.gndforeurope.com), 2019, p. 1 ss.

<sup>44</sup> Cfr. M. Monti, *Green bond, mercato pronto al deal europeo*, in *il Sole 24 ore*, novembre 2019.

<sup>45</sup> Cfr. G. Timpone, *La svolta "green" della BCE stravolgerebbe pure il QE ecco come*, in [www.investireoggi.it](http://www.investireoggi.it), 2019, p. 1 ss. L'autore evidenzia che se la BCE decidesse di acquistare *green bonds* in quantità significative, i prezzi di tali titoli tenderebbero ad impennarsi, abbattendo quelli dei titoli ordinari, dato che si verificherebbe il classico effetto spiazzamento capace di dissuadere gli investitori dal dirigersi verso settori non *green*, dunque, sgraditi. Al QE *green* si oppone fermamente la Bundesbank tedesca, ritenendo che sia competenza della BCE solo quello di centrare la stabilità dei prezzi e non creare "distorsioni" sui mercati con azioni che non sono di pertinenza ad una banca centrale.

<sup>46</sup> Cfr. M. Monti, *Meno green bond e più emissioni social*, in *il Sole 24 ore*, 2020.

<sup>47</sup> P. Negri, F. Bicciato, *Così la finanza sostenibile aiuta la ripresa*, in *il Sole 24 ore*, 2020, p. 1 ss.

ruolo centrale del *Green Deal* nella propria *Roadmap for Recovery dalla pandemia da Covid-19*; perciò i piani di ripresa, non dovendo più supportare attività dannose per ambiente o per il sociale che peggiorerebbero le crisi attuali e future, possono basarsi sugli strumenti elaborati dal TEG, tra cui vi è lo Standard EU sui *green bonds* con l'intento di riconoscere nel lungo termine un ruolo guida alle obbligazioni verdi per la costruzione di una ripresa economica sostenibile e per l'attuazione della transizione verso un mondo a emissioni zero e resistente ai cambiamenti climatici.

Dalle considerazioni fatte, si evince che i *green bonds*, più che un *trend* del momento, possono segnare un cambiamento del modo di fare investimenti, anche se è necessario l'intervento pubblico per garantire un quadro di regole certe al fine di ridurre le perplessità degli investitori, poiché aumentando la trasparenza e l'*accountability*<sup>48</sup> della finanza ambientale, si possono attivare politiche più attente verso la situazione ecologica, nonché rendere tali titoli uno degli strumenti più efficaci per contribuire alla salvaguardia dell'ambiente, alla biodiversità, alla sostenibilità economica e sociale, nonostante le diverse difficoltà del loro decollo. D'altronde, le imprese che investono realmente in attività e progetti sostenibili, oltre ad avere effetti positivi in termini di minori rischi ambientali, sociali, ma anche di tipo reputazionale e legale, potrebbero allocare efficientemente le risorse (più concentrate sulle attività produttive e non sui sistemi di *risk management*) ed ottenere una maggiore *performance*, nonché un elevato tasso di innovazione con ricadute non trascurabili sui vantaggi competitivi<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> Si consideri che in Europa esiste il Codice per la trasparenza degli Investimenti Sostenibili e Responsabili (*European SRI Transparency Code*) elaborato da Eurosif nel 2008. Esso, aggiornato nel 2018, si applica ai fondi di investimento retail, coprendo una vasta gamma di *assets class*, dall'azionario all'obbligazionario. Gli emittenti si impegnano a fornire informazioni dettagliate, pertinenti ed aggiornate sull'integrazione dei fattori ESG nelle politiche di gestione dei fondi, nell'ottica di una maggiore trasparenza dei soggetti interessati e, in particolare, dei sottoscrittori.

<sup>49</sup> P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, *Il mercato*, cit., p. 41.