

A mio nonno,
il mio maestro, il mio faro.



Dipartimento di Giurisprudenza
Cattedra di Diritto Dei Mercati Finanziari

**I NUOVI SCENARI DELLA FINANZA SOSTENIBILE: LE
TEMATICHE ESG NEL MANDATO DELLA BCE, LE
SCELTE DI POLICY GREEN DELLA SUA AZIONE E
RELATIVI LITIGATION'S RISKS**

Relatore:

Prof. Marino Perassi

Correlatore:

Prof. Salvatore Providenti

Candidata:

Olga Loragno

Matricola n. 154103

Anno accademico 2022/2023

Indice

| | |
|--|-----------|
| INTRODUZIONE | 1 |
| CAPITOLO I - INTRODUZIONE ALLA FINANZA SOSTENIBILE NEL PANORAMA EUROPEO E INTERNAZIONALE: DAI CRITERI ESG ALLE NUOVE PROSPETTIVE DI RIFORMA | 4 |
| 1. La finanza sostenibile: dal concetto di sviluppo sostenibile ai criteri ESG | 4 |
| 2. I rapporti bancari come “canali di trasmissione” per l’implementazione dei criteri ESG | 7 |
| 2.1. <i>Rating ESG</i> e la problematica del “ <i>Greenwashing</i> ”: la necessità di standardizzazione per il tramite della Tassonomia europea. | 8 |
| 2.2. (Segue) La Tassonomia Europea: una visione d’insieme sul perseguimento degli obiettivi ambientali | 10 |
| 2.2.1. I criteri di vaglio tecnico della Commissione: brevi accenni sui “ <i>litigation’s risks</i> ” | 13 |
| 3. La normativa europea di riferimento: dagli Accordi di Parigi alla Direttiva CSRD . 15 | |
| 3.1 (Segue) L’Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici | 17 |
| 3.2 (Segue) L’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile | 18 |
| 3.2.1. Principles for Responsible Banking e cenni al fenomeno delle Banche Etiche | 22 |
| 3.3 <i>Green Deal</i> Europeo | 26 |
| 3.3.1 La Banca Europea degli Investimenti | 29 |
| 3.3.2 Le National Promotional Banks | 31 |
| 3.4 La <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i> e la <i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i> | 34 |
| 4. Le nuove proposte all’orizzonte: la proposta di Direttiva “Corporate Sustainability Due Diligence” e la Social Taxonomy | 38 |
| 4.1 La proposta in materia di <i>Corporate Sustainability Due Diligence</i> | 39 |
| 4.2 La proposta per una <i>Social Taxonomy</i> | 43 |
| CAPITOLO II - IL MANDATO DELLE BANCHE CENTRALI E LA “SUITABILITY” DELLE TEMATICHE DI SOSTENIBILITÀ: IL DISSIDIO TRA POLITICA MONETARIA E POLITICA ECONOMICA ALLA LUCE DELLA GIURISPRUDENZA DELLA CORTE DI GIUSTIZIA DELL’UNIONE EUROPEA | 46 |
| 1. Climate change e rischi per le banche centrali: rischi fisici e di transizione | 46 |
| 2. L’oggetto del mandato delle banche centrali: il ruolo della lotta al cambiamento climatico | 52 |
| 2.1. La prospettiva storica | 53 |
| 2.2 La prospettiva comparatistica | 56 |
| 2.2.1. I mandati delle Banche Centrali con riferimento diretto alla “sostenibilità” | 56 |
| 2.2.2 Il caso della Federal Reserve: un mandato privo di riferimenti diretti o indiretti alla “sostenibilità” | 60 |
| 2.2.3. Il caso del Sistema Europeo di Banche Centrali: il mandato con riferimento indiretto alla “sostenibilità” | 63 |
| 3. Il Sistema Europeo di Banche Centrali: le caratteristiche istituzionali della BCE e le influenze della partecipazione al Meccanismo di Vigilanza Unico sul suo mandato | 64 |
| 3.1 Politica economica e politica monetaria: <i>Pringle, Gauweiler e Weiss</i> e l’identificazione del mandato della BCE | 69 |
| 3.1.1. (Segue) Il caso <i>Pringle</i> | 70 |
| 3.1.2. (Segue) Il caso <i>Gauweiler</i> | 73 |
| 3.1.3. (Segue) Il caso <i>Weiss</i> | 79 |
| 4. Conclusioni e spunti di riflessione | 83 |

| | |
|---|------------|
| CAPITOLO III - L'AZIONE DELLA BCE PER LA TRANSIZIONE ECOLOGICA: TRA PROSPETTIVE DI POLITICA MONETARIA E VIGILANZA PRUDENZIALE | 84 |
| 1. BCE: la compliance con l'European Climate Law alla luce dell'articolo 11 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea..... | 84 |
| 2. “Greening the financial policy”: una panoramica sulle singole azioni della BCE..... | 92 |
| 2.1. La “Climate-related financial disclosure” dei portafogli non di politica monetaria della BCE e delle attività finanziarie dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto titoli obbligazionari e commerciali..... | 93 |
| 2.1.1. La disclosure finanziaria legata al clima delle partecipazioni societarie dell'Eurosistema nell'ambito della politica monetaria..... | 94 |
| 2.1.2. L'informativa finanziaria sul clima dei portafogli non di politica monetaria della BCE ... | 97 |
| 2.2. “Greening the collateral framework”: le prospettive del NGFS innanzi all'orientamento al carbonio del quadro di garanzie dell'Eurosistema | 101 |
| 3. Cenni di vigilanza prudenziale: dalle aspettative di vigilanza 2023-2025 agli Stress test dell'EBA e della BCE | 107 |
| 3.1 La proposta della Commissione del 27 ottobre 2021: <i>la Capital Requirements Directive VI</i> ... | 109 |
| 3.2. Le prove di Stress Test – “ <i>the EU-wide stress test</i> ” | 111 |
| CAPITOLO IV: IL RISCHIO DI CONTENZIOSO CLIMATICO TRA SISTEMATICA E ATTUALITÀ: LE DIVERSE TIPOLOGIE DI CONTROVERSIE E IL CASO CLIENTEARTH VS. BNB..... | 115 |
| 1. Il rischio di contenzioso climatico tra le aspettative di vigilanza..... | 115 |
| 2. I “Climate-related litigation risks” come subcategoria dei rischi fisici e dei rischi di transizione – il caso Eni come “causa strategica” e l'incremento del contenzioso climatico contro le istituzioni finanziarie | 118 |
| 3. La classificazione sistematica del contenzioso climatico..... | 122 |
| 3.1. La tutela dei diritti fondamentali: il conflitto tra diritto di proprietà e politiche di transizione | 122 |
| 3.2. Il contenzioso sulla <i>disclosure</i> : la conseguenza di una scorretta gestione dell'informativa | 124 |
| 3.3. Le ripercussioni delle scelte “anti-climatiche” degli amministratori in violazione dei loro doveri fiduciari..... | 126 |
| 3.4. L'ampiezza del mandato BCE come probabile fonte di contenzioso climatico..... | 128 |
| 4. Il caso ClientEarth vs. Banca Nazionale del Belgio e l'ipotesi di un rinvio pregiudiziale innanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea..... | 129 |
| CONCLUSIONE | 137 |
| Bibliografia | 141 |

INTRODUZIONE

Se volessimo cercare di individuare le linee direttrici del fenomeno della finanza sostenibile, dovremmo partire dalla sua definizione.

La finanza sostenibile non è altro che un nuovo modello etico, il quale propone di integrare i fattori ambientali (Environment - E), sociali (Social - S) e di corretta *governance* societaria (Governance - G) all'interno delle ordinarie riflessioni sul mondo finanziario.

La finanza sostenibile va letta attraverso il più ampio concetto di sviluppo sostenibile, consistente nel “*soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri*”; tale nuovo paradigma si appresta a diventare la chiave di lettura dell'intero panorama normativo europeo e internazionale, volto alla accelerazione della transizione ecologica tramite iniziative irrimediabilmente connesse con gli operatori del mercato, necessariamente sottoposti a nuove obbligazioni portatrici di una rinnovata coscienza etica.

Gli Accordi di Parigi rappresentano la pietra miliare di un percorso legislativo non ancora completo, che passa attraverso le tappe necessarie del *Green Deal* Europeo, del Regolamento Tassonomia, della *Corporate Sustainability Reporting Directive*, fino alle innovative proposte in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence* e di *Social Taxonomy*. Appare sempre più chiaro l'intento del legislatore nella “responsabilizzazione” di quegli enti, specialmente gli istituti di credito, che per la loro natura intrinseca di intermediari hanno la capacità di creare un “circolo virtuoso” tra finanziatore e finanziato.

Eppure, la vincolatività di tali previsioni per talune categorie di soggetti giuridici assurge a punto di acceso dibattito nelle più recenti riflessioni in materia.

Il ruolo della Banca Centrale Europea, quale Istituzione dell'Unione Europea e detentrica del monopolio sulla politica monetaria, ha portato ad interrogarsi sui compiti della stessa all'interno del “*green framework*” europeo.

La centralità dei rischi fisici e di transizione ha necessariamente accentuato l'urgenza di un intervento diretto da parte di istituzioni cardine del mondo economico. Prima fra tutti figura proprio la Banca Centrale Europea, in virtù della possibilità in capo alla stessa di

mettere in atto “atipiche” operazioni di politica monetaria in specifici momenti di crisi sistemica.

L’analisi condotta nell’elaborato si prefigge l’obiettivo di indagare la esatta composizione del mandato della Banca Centrale Europea, per comprendere se lo stesso possa esser compatibile con uno sforzo proattivo nella mitigazione del cambiamento climatico, pur sempre nel rispetto di ciò che è sancito dal Trattato TFUE quale obiettivo primario della BCE e del Sistema Europeo di Banche Centrali: il mantenimento della stabilità dei prezzi. La metodologia prescelta, a tal fine, guarda ad un’indagine tra prospettiva storica e comparatistica dei diversi mandati delle banche centrali nazionali, per poi concludersi con il vaglio delle tre principali sentenze della Corte di Giustizia dell’Unione Europea aventi tutte ad oggetto la delimitazione dei margini di discrezionalità nell’azione di politica monetaria della BCE, rispetto ad intromissioni all’interno della politica economica, tendenzialmente di competenza dei governi.

Solo attraverso la corretta identificazione del mandato della BCE e del SEBC, nonché degli ulteriori obblighi cui risulta lo stesso sottoposto, sarà possibile vagliare la legittimità delle misure di politica monetaria messe in atto o proposte negli anni più recenti.

La stessa propensione della BCE ad integrare le considerazioni relative al cambiamento climatico, nel proprio assetto di politica monetaria, è frutto del riconoscimento delle priorità della politica dell’Unione come una propria priorità.

L’8 luglio 2021 la BCE ha presentato un Piano d’Azione decisamente ambizioso, di cui si illustreranno – nella trattazione – unicamente i profili di maggior interesse relativi al “greening” di progetti quali il *Corporate Sector Purchase Programme*, la gestione dei portafogli non di politica monetaria, nonché il framework sui *collateral*.

L’influenza delle nuove tematiche di sostenibilità si rinviene anche sul versante della vigilanza prudenziale, ove tuttavia gli adeguamenti previsti negli esercizi di Stress Test indetti dall’EBA tardano a ricomprendere, tra gli scenari avversi, le considerazioni relative al rischio climatico.

Eppure le Aspettative di Vigilanza pubblicate dalla BCE, contrariamente agli esercizi di vigilanza indetti, già provvedono ad integrare - tra le tematiche principali - i rischi climatici, modulati secondo un peculiare paradigma: i *litigation’s risks*.

Il rischio di contenzioso climatico non rappresenta una realtà avulsa rispetto ai rischi finanziari che normalmente gli operatori del mercato sono chiamati a fronteggiare. Attraverso la predisposizione di una sistemica - da parte di studiosi come Javier Solana,

da sempre attenti alla tematica del contenzioso climatico – sarà possibile indagare le principali tipologie di giudizi cui gli enti finanziari sono sottoposti.

Assisteremo a come le diverse misure economiche – che spaziano dalle scelte di investimento a vere e proprie operazioni di politica monetaria – divengano sempre più di frequente oggetto di vaglio tecnico da parte delle corti, in virtù della capacità di tali misure di compromettere beni della vita di grande importanza.

Solo attraverso la ricostruzione dell'atteggiamento della Corte di Giustizia dell'Unione Europea – che si presenterà più o meno rigido a seconda dello standard di revisione utilizzato – sarà possibile anticipare la valutazione della legittimità, da parte della Corte stessa, di operazioni poste in essere da soggetti dotati di amplissima discrezionalità come le banche centrali, principali attrici della nostra disamina.

CAPITOLO I - INTRODUZIONE ALLA FINANZA SOSTENIBILE NEL PANORAMA EUROPEO E INTERNAZIONALE: DAI CRITERI ESG ALLE NUOVE PROSPETTIVE DI RIFORMA

SOMMARIO: 1. La finanza sostenibile: dal concetto di sviluppo sostenibile ai criteri ESG - 2. I rapporti bancari come “canali di trasmissione” per l’implementazione dei criteri ESG - 2.1 *Rating ESG* e la problematica del “*Greenwashing*”: la necessità di standardizzazione per il tramite della Tassonomia europea - 2.2 (Segue) La Tassonomia Europea: una visione d’insieme sul perseguimento degli obiettivi ambientali - 2.2.1 I criteri di vaglio tecnico della Commissione: brevi accenni sui “*litigation’s risks*” – 3. La normativa europea di riferimento: dagli Accordi di Parigi alla Direttiva CSRD - 3.1 (Segue) L’Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici – 3.2 (Segue) L’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile – 3.2.1. *Principles for Responsible Banking* e cenni al fenomeno delle Banche Etiche - 3.3 *Green Deal Europeo* – 3.3.1 La Banca Europea degli Investimenti – 3.3.2. Le National Promotional Banks - 3.4 La *Sustainable Finance Disclosure Regulation* e la *Corporate Sustainability Reporting Directive* - 4. Le nuove proposte all’orizzonte: la proposta di Direttiva “*Corporate Sustainability Due Diligence*” e la *Social Taxonomy* - 4.1 La proposta in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence* - 4.2 La proposta per una *Social Taxonomy*

1. La finanza sostenibile: dal concetto di sviluppo sostenibile ai criteri ESG

Il concetto di sviluppo sostenibile, seppur approfondito solo in anni più recenti, compare nelle riflessioni degli esperti per il tramite del Rapporto Brundtland del 1987 ad opera della World Commission on Environment and Development (WCED)¹. La definizione fornitaci dal Rapporto per delineare lo sviluppo sostenibile è quella di uno sviluppo “limitato”, un concetto quasi ossimorico eppure illuminante rispetto alla nuova sensibilità che inizia a comprendere non solo la limitatezza delle risorse ambientali, ma anche la difficoltà di render sostenibile l’agire umano.

Sviluppo sostenibile non è altro che “*il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri*”² (World Commission on Environment and Development, 1987).

¹ Con la risoluzione 38/161 del 19 Dicembre 1983, l’Assemblea Generale delle Nazioni Unite approva la decisione del Governing Council di istituire una commissione preparatoria intergovernativa incaricata di presentare un rapporto sull’ambiente e le problematiche globali, includendo le prospettive sullo sviluppo sostenibile.

Per il testo della risoluzione visita: <https://digitallibrary.un.org/record/65594>

² Par. 27 della citata risoluzione “Our Common Future”: [...] *Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future*

Seppur l'impatto della tematica ambientale rimanga l'elemento preponderante in tutte le riflessioni che attengono al “*policy making*”, il concetto di sviluppo sostenibile non può prescindere da considerazioni relative alla governance di soggetti pubblici e privati chiamati ad operare sul mercato, oltre che da considerazioni di tipo sociale. Volendo, infatti, identificare i pilastri della riflessione sull'economia sostenibile è doveroso citare il termine ESG (*Environment, Social, Governance*) che appare per la prima volta nel 2004 nel rapporto “*Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*”³, prodotto dalla più grande iniziativa di sostenibilità aziendale al mondo: il Global Compact delle Nazioni Unite.⁴

Nel Rapporto abbiamo una puntuale esposizione degli elementi che caratterizzano le singole categorie dell'acronimo ESG:

Environmental issues (E):

- Cambiamento climatico e rischi correlati;
- La necessità di ridurre le emissioni e i rifiuti tossici;
- Nuove normative per ampliare i confini della responsabilità ambientale per quanto riguarda i prodotti e i servizi;
- Crescente impegno per il miglioramento delle prestazioni, della trasparenza e maggiore responsabilità, con conseguente rischio reputazionale in caso di mancato adeguamento per le aziende;

generations to meet their own needs. The concept of sustainable development does imply limits - not absolute limits but limitations imposed by the present state of technology and social organization on environmental resources and by the ability of the biosphere to absorb the effects of human activities”.

³ Per informazioni sul Rapporto “*Who Cares Wins*” possiamo riferirci all'*executive summary* contenuto nello stesso: “*This report is the result of a joint initiative of financial institutions which were invited by United Nations Secretary-General Kofi Annan to develop guidelines and recommendations on how to better integrate environmental, social and corporate governance issues in asset management, securities brokerage services and associated research functions. Eighteen financial institutions from 9 countries with total assets under management of over 6 trillion USD have participated in developing this report. The initiative is supported by the chief executive officers of the endorsing institutions. The U.N. Global Compact oversaw the collaborative effort that led to this report and the Swiss Government provided the necessary funding*” (United Nation The Global Compact, 2004, p. i)

⁴ Nato dalla proposta dell'allora segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan, il Global Compact (o Patto Globale) viene proposto nel World Economic Forum di Davos nel 1999. La struttura di governance del Patto viene implementata solo nel 2005 ed è costruita in modo da allineare, sulla base di una adozione volontaria, gli interessi delle Nazioni Unite a quelli del market globale per il tramite dei suoi operatori privati. L'obiettivo del Patto concerne il superamento delle sfide della globalizzazione da parte delle società attraverso l'implementazione di principi umanitari, laburistici, ambientali e dell'anti-corruzione.

Per riferimenti: <https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/global-compact/introduzione.html>; <https://www.un.org/en/un-chronicle/un-global-compact-finding-solutions-global-challenges>; <https://www.unglobalcompact.org/about/governance>; <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>.

- Mercati emergenti per i servizi ambientali e i prodotti ecologici.

Social issues (S):

- Salute e sicurezza sul posto di lavoro;
- Relazioni con la comunità;
- Maggior attenzione per i diritti umani presso l'azienda;
- Rapporti coi governi e le comunità nel contesto delle operazioni nei Paesi in via di sviluppo;
- Parità di genere;

Governance issues (G):

- Struttura dei Consigli di Amministrazione e responsabilità;
- Pratiche contabili e disclosure;
- Etica retributiva;
- Strutture di Internal Audit e indipendenza dei revisori;
- Il contrasto ad ogni forma di corruzione;
- Identità tra le iniziative volte alla sostenibilità e l'organizzazione interna.

La difficoltà da parte degli operatori del mercato nella definizione di concrete iniziative, al fine di implementare le tematiche ESG, costituisce il risvolto della genericità di tali criteri.

Molto spesso il limite principale ad una effettiva applicazione di iniziative sostenibili deriva da una deresponsabilizzazione degli operatori privati sul tema: lo stesso concetto di “Responsabilità sociale delle imprese” (ossia la *Corporate Social Responsibility* - CSR) si delinea come una introduzione soltanto “volontaria” delle problematiche sociali e ambientali nei rapporti aziendali interni ed esterni (Commissione, 2001)⁵. Inoltre, il difficile bilanciamento di interessi “extra finanziari” rispetto alla tutela del diritto fondamentale alla libera iniziativa economica – o libertà di impresa, come recita

⁵La definizione di responsabilità sociale delle imprese la troviamo menzionata per la prima volta nel Libro Verde presentato dalla Commissione europea (allora Commissione delle Comunità Europee) nel 2001. “*I Libri Verdi sono documenti pubblicati dalla Commissione europea al fine di stimolare la discussione a livello europeo su un tema particolare. Essi invitano le parti interessate (enti e individui) a partecipare a un processo di consultazione e di dibattito sulla base delle proposte presentate. Talvolta i libri verdi danno origine a sviluppi legislativi che vengono poi presentati nei libri bianchi.*”

Sito: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM:green_paper

l'articolo 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea⁶ - pone le stesse istituzioni nazionali ed europee - pensiamo alla BCE⁷ - nella difficoltà di un concreto bilanciamento di interessi anche in presenza di discipline mandatorie.

2. I rapporti bancari come “canali di trasmissione” per l’implementazione dei criteri ESG

La forma di finanziamento di interesse delle imprese maggiormente utilizzata, quanto meno a livello italiano, è sicuramente quella messa in atto dalle banche.

Il ruolo pubblico che viene attribuito al prestito creditizio è indubbio, ciò ha contribuito a incrementare la pressione sugli enti creditizi stessi al fine di intraprendere scelte di lungo termine che fossero socialmente responsabili.

Si attribuisce, infatti, proprio al rapporto banca-impresa – in un’ottica puramente finanziaria – la capacità di creare un “circolo virtuoso” (Chiloiro, 2022, pp. 263-292) tra finanziatore e finanziato, per cui il primo tenderà ad investire su aziende capaci di implementare nelle loro strategie di business i criteri ESG ed il secondo sarà invogliato ad una pianificazione aziendale fondata sulla performance ESG e conseguentemente sul rating ESG.⁸

Una svolta concreta in materia si è ottenuta tramite le linee guida EBA⁹ in materia di

⁶Articolo 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea – Libertà d'impresa: “È riconosciuta la libertà d'impresa, conformemente al diritto dell'Unione e alle legislazioni e prassi nazionali”.

⁷ Keynote speech by Frank Elderson, Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, Amsterdam, 1 December 2022: “[...] in the field of the environment, the ECB is a policy taker, not a policymaker.”

⁸Più avanti verranno menzionati gli obblighi di reportistica non finanziaria imposti alle imprese (specialmente alle banche), nonché l'evoluzione legislativa degli stessi. Per ora conviene dare contezza della esistenza del rating ESG come “tool” di misurazione delle performance di sostenibilità aziendali, che si affianca al tradizionale rating creditizio e che rimane ancora strettamente vincolato ad una funzione rafforzativa della reputazione delle imprese; la sua introduzione dovrebbe primariamente assolvere il compito di permettere agli investitori di effettuare scelte consapevoli e sostenibili (Quaranta, 2022, pp. 263-269).

⁹L'EBA (European Banking Authority) è un'autorità indipendente dell'Unione Europea istituita dal regolamento (UE) n. 1093/2010. All'articolo 1, paragrafo 5 del Regolamento: “L'obiettivo dell'Autorità è proteggere l'interesse pubblico contribuendo alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario, a beneficio dell'economia dell'Unione, dei suoi cittadini e delle sue imprese”. La missione dell'EBA, ossia la creazione di un corpus unico di norme del settore bancario, si estrinseca principalmente attraverso la produzione di norme tecniche vincolanti e orientamenti. Gli orientamenti (come il menzionato del 29/05/2020) sono attuati secondo un principio di *comply or explain*, infatti, alla luce dell'art. 16, par. 3 del Regolamento 1093/2010: “Entro due mesi dall'emanazione di un orientamento o di una raccomandazione, ciascuna autorità nazionale di vigilanza competente conferma se è conforme o intende conformarsi all'orientamento o alla raccomandazione in questione. Nel caso in cui un'autorità competente non sia conforme o non intenda conformarsi, ne informa l'Autorità motivando la decisione. L'Autorità pubblica l'informazione secondo cui l'autorità competente non è conforme o non intende conformarsi agli orientamenti o alla raccomandazione [...]”.

concessione e monitoraggio dei prestiti del 29 maggio 2020 (EBA, 2020), in cui non solo viene in rilievo una rinnovata cultura del “rischio di credito” – assicurando che esso sia concesso a clienti in grado di soddisfare le condizioni del contratto, soprattutto con riguardo alle garanzie alla luce dei fattori ambientali, sociali e di governance – ma anche l’aspetto della “decisione sul credito”, nella quale è la stessa valutazione sul merito creditizio ad esser fondata su condizioni e precondizioni attinenti agli stessi criteri. Alla luce delle Linee Guida, gli enti che offrono linee di credito “sostenibili” dovrebbero indicare – sempre in un’ottica che vede nella “informativa” il miglior strumento per raggiungere uniformemente risultati concreti a vantaggio della economia sostenibile – gli elementi specifici di politiche e procedure di prestito capaci di fornire una catalogazione di attività economiche che l’ente consideri adeguate ai fini della concessione di prestiti sostenibili; nonché, accertarsi che i proventi di tale linee di credito vengano reimpiegate in attività altrettanto sostenibili.¹⁰

In conclusione, si inizia a richiedere che gli enti, nella gestione dei loro portafogli di investimento – che rappresenta il maggior impiego di finanze degli stessi – pongano in essere la realizzazione degli obiettivi di finanza sostenibile sia dal punto di vista quantitativo che qualitativo.

2.1. *Rating ESG* e la problematica del “*Greenwashing*”: la necessità di standardizzazione per il tramite della Tassonomia europea.

La problematicità intrinseca nel sistema di rating ESG riguarda la questione per cui esso è fondato su dichiarazioni non finanziarie – compilate non secondo un modello uniforme - che vengono trasmesse direttamente dalle imprese stesse. La mancata omogeneità dei dati non finanziari non permette di creare uno standard funzionale alla valutazione di tali informazioni. Diversamente, i rating finanziari sono parificati e comparabili a prescindere

¹⁰ Le Linee Guida specificano come nei casi di prestiti alle imprese, il processo utilizzato dagli enti creditizi per accertare che i proventi delle linee di credito abbiano un utilizzo puramente sostenibile dovrebbe comprendere: “i. la raccolta di informazioni sugli obiettivi aziendali del cliente legati al cambiamento climatico e sostenibili dal punto di vista ambientale; ii. la valutazione della conformità dei progetti di finanziamento dei clienti con i progetti o le attività sostenibili dal punto di vista ambientale e i relativi criteri; iii. l’assicurazione che i clienti abbiano la volontà e la capacità di monitorare e segnalare adeguatamente la destinazione dei proventi ai progetti o alle attività sostenibili dal punto di vista ambientale; iv. il monitoraggio, su base regolare, della corretta destinazione dei proventi (il che può consistere nel richiedere ai clienti di fornire informazioni aggiornate sull’impiego dei proventi fino al rimborso della linea di credito pertinente)” (EBA, 2020, Paragrafo 58, p. 18)

dall'agenzia che li emette, in quanto il sistema di riferimento che porta alla formazione del dato risulta, appunto, omogeneo.

La limitata standardizzazione nella definizione dei parametri sostenibili incentiva il fenomeno del *greenwashing* che, come correttamente definito dalla *Sustainable Finance Roadmap*¹¹ prodotta dall'ESMA¹², consiste in tutte quelle pratiche di mercato in base alle quali il profilo di sostenibilità di un emittente e/o gli obiettivi di uno strumento o di un prodotto finanziario non rispecchiano adeguatamente i rischi e gli impatti di sostenibilità associati a quell'emittente, a quello strumento finanziario o a quel prodotto.

Per quanto riguarda i profili di interesse nella nostra ricerca, volendo sintetizzare il concetto, esso è un fenomeno di errata rappresentazione dell'impresa.

Il *greenwashing*, dunque, è tipicamente fonte di potenziali danni per gli investitori che desiderano destinare le proprie risorse ad investimenti realmente sostenibili (ESMA, 2022, pp. 11-14).

Nella Comunicazione della Commissione dell'8 Marzo 2018 - il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile - si fa riferimento a come, per poter ottenere uno spostamento dei flussi di capitale verso attività economiche che siano realmente sostenibili, ci debba essere una maggior comprensione del concetto stesso di "investimento sostenibile" (Commissione, 2018, Paragrafo 1.1 "*Riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile*").

Il raggiungimento di questo obiettivo viene incardinato nella creazione di una Tassonomia che possa: chiarire uniformemente, a livello di Unione, le attività che possano essere considerate sostenibili; riorientare i capitali verso investimenti sostenibili al fine di portare alla realizzazione una crescita sostenibile e inclusiva; permettere di

¹¹ Come specificato dal Rapporto ESMA "*Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*" al Paragrafo 1-3, p.6: "*The Sustainable Finance Roadmap sets priority areas and related actions for the European Securities and Markets Authority (ESMA) in sustainable finance for the period 2022 – 2024. As further elaborated in Section 2, these priority areas and actions are closely interrelated and constitute a practical tool to ensure the coordinated implementation of ESMA's broad mandate in the sustainable finance area. This Roadmap is intended as a living document that is subject to regular re-assessment by ESMA and National Competent Authorities (NCAs) to ensure its continued relevance. 3. The intention underlying the development of a Sustainable Finance Roadmap is twofold: a. Ensuring that ESMA can take timely and coordinated action to fulfil its mandate in a rapidly evolving area on the basis of clear priorities that will direct ESMA's work both at the level of the individual sectors and transversally across the different sectors. b. Having a tool that enables the regular stock-taking on ESMA's progress towards fulfilling the identified priorities and, where needed, re-assessing / adjusting the implementation actions envisaged or the priorities themselves, also in the light of developments at European or international level*".

¹² L'ESMA (European Securities and Markets Authority) è istituita tramite il regolamento (UE) 1095/2010 e ai sensi del relativo articolo 1, paragrafo 3: "*L'Autorità opera nel settore di attività dei partecipanti ai mercati finanziari in relazione a questioni relative alla governance, alla revisione contabile e all'informativa finanziaria, tenendo conto di modelli di business sostenibili e dell'integrazione di fattori di carattere ambientale, sociale e di governance*".

gestire i rischi finanziari derivanti da cambiamenti climatici, catastrofi naturali, degrado ambientale e questioni sociali ed infine promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche.

2.2. (Segue) La Tassonomia Europea: una visione d'insieme sul perseguimento degli obiettivi ambientali

Nella Tassonomia – Regolamento (UE) 852/2020 (Parlamento Europeo e Consiglio , 2020) -, all'articolo 3, vengono enunciati i criteri alla luce dei quali poter stabilire se un'attività economica è considerata ecosostenibile:

“a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9¹³, in conformità degli articoli da 10 a 16;

b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9, in conformità dell'articolo 17¹⁴;

c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste all'articolo 18;

d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 3, dell'articolo 11, paragrafo 3, dell'articolo 12, paragrafo 2, dell'articolo 13, paragrafo 2, dell'articolo 14, paragrafo 2, o dell'articolo 15, paragrafo 2.”

Il suddetto regolamento, in vigore dal 12 luglio 2020, ha contribuito alla creazione di una sorta di vocabolario omnicomprensivo su ciò che possa esser considerato ecosostenibile e cosa no.

Eppure, l'elemento più incisivo di tale Tassonomia che - come leggiamo dall'articolo 3 lettera d - risiede nei criteri di vaglio tecnico della Commissione al fine di valutare l'ecosostenibilità di una attività, è tardato ad arrivare.

La necessità, ridisegnata all'interno della Tassonomia, è proprio quella di evitare la frammentazione del mercato unico che si avrebbe qualora si usassero concetti differenti

¹³ Gli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 regolamento 852/2020 sono rispettivamente: *“la mitigazione dei cambiamenti climatici; l'adattamento ai cambiamenti climatici; l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; la transizione verso un'economia circolare; la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.”*

¹⁴ Il concetto di *“danno significativo agli obiettivi ambientali”* ricomprende tutte quelle attività che, per citare degli esempi, *“conducono a significative emissioni di gas a effetto serra”, “conducono ad un peggioramento degli effetti negativi del clima attuale e futuro”, “conducono a inefficienze significative nell'uso dei materiali o nell'uso diretto o indiretto di risorse naturali”, “comportano un aumento significativo della produzione, incenerimento o smaltimento dei rifiuti”* e a seguire.

nell'individuare un'attività economica "ecosostenibile". Il mercato unico¹⁵ ha sempre rappresentato la primaria missione dell'Unione, e in questa sede essa viene a delinarsi come il dovere di rimuovere le barriere al funzionamento del mercato per quanto attiene la raccolta dei fondi per il finanziamento di progetti ecosostenibili, nel presente e nel futuro. Il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione Europea, nell'illustrare la scelta normativa che ha portato alla stesura della Tassonomia così come la conosciamo oggi, stabiliscono anche – al punto 18 dell'introduzione del Regolamento 852/2020 - le modalità attraverso cui i partecipanti ai mercati finanziari dovrebbero fornire spiegazioni agli investitori.

Il focus rimane quello di evitare la lesione degli interessi di questi ultimi, attraverso l'indicazione delle modalità di utilizzo dei criteri di sostenibilità per determinare l'ecosostenibilità stessa dei propri investimenti. Dunque, sono le informazioni messe a disposizione dagli operatori a permettere agli investitori di esser bene edotti dell'ecosostenibilità degli investimenti sottostanti il prodotto finanziario e, conseguentemente, proprio quando gli investimenti sono relativi ad attività economiche che concorrono ad un obiettivo ambientale, l'informativa dovrebbe specificarne ulteriormente le caratteristiche.

Nel medesimo punto viene anche sottolineato il ruolo delle istituzioni sia europee che nazionali; infatti, la Commissione dovrebbe specificare la tipologia di informazioni necessarie all'adempimento di tali prescrizioni, mentre le autorità nazionali dovrebbero procedere a verificare il rispetto dell'obbligo di informativa conformemente al diritto nazionale.

Si ricorre, inoltre, ad un teoretico modello "*comply or explain*" per cui gli operatori che decidono di discostarsi dai criteri di sostenibilità nel delineare la sfera degli investimenti dovrebbero precisare e "legittimare" tale scelta attraverso una dichiarazione. Al punto 34 del Preambolo del Regolamento 852/2020 viene sancito un importante principio alla luce del quale non sembra sufficiente, da parte degli operatori destinatari del Regolamento, il mero impegno nel gestire i propri fondi verso uno o più investimenti ritenuti sostenibili, quanto piuttosto si muove dalla necessità per cui l'operato intero di

¹⁵ Art. 26 TFUE: "1. L'Unione adotta le misure destinate all'instaurazione o al funzionamento del mercato interno, conformemente alle disposizioni pertinenti dei trattati.

2. Il mercato interno comporta uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei trattati.

3. Il Consiglio, su proposta della Commissione, definisce gli orientamenti e le condizioni necessarie per garantire un progresso equilibrato nell'insieme dei settori considerati.

una attività economica sia volta ad evitare di nuocere significativamente a qualsiasi obiettivo ambientale di cui al Regolamento.¹⁶

Complessivamente l'obiettivo della Tassonomia, e più nello specifico della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)¹⁷ di cui tratteremo in seguito (Capitolo I, par. 3.4), attiene al raggiungimento di una maggior trasparenza del mercato, ottenibile solo attraverso una più serrata produzione e trasmissione di dati. Solo attraverso l'equilibrio tra disponibilità e comparabilità di dati ESG sarà possibile rispondere all'ambita esigenza di reindirizzamento dei flussi finanziari (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021, pp. 3-5).

¹⁶ Si tratta del principio del “non arrecare un danno significativo” a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 del Regolamento 852/2020, alla luce del quale è previsto ulteriormente al punto 36 della Tassonomia che “*il presente regolamento dovrebbe modificare il regolamento (UE) 2019/2088 al fine di conferire alle autorità europee di vigilanza istituite dai regolamenti (UE) n. 1093/2010 (52), (UE) n. 1094/2010 (53) e (UE) n. 1095/2010 (54) del Parlamento europeo e del Consiglio (collettivamente, le «AEV») il mandato di elaborare congiuntamente norme tecniche di regolamentazione specificare ulteriormente i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni in relazione al principio «non arrecare un danno significativo». Tali norme tecniche di regolamentazione dovrebbero essere coerenti con il contenuto, le metodologie e la presentazione degli indicatori di sostenibilità relativi agli effetti negativi di cui al regolamento (UE) 2019/2088. Dovrebbero inoltre essere coerenti con i principi sanciti nel pilastro europeo dei diritti sociali, le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, compresi la dichiarazione dell'ILO sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro, le otto convenzioni fondamentali dell'ILO e la Carta internazionale dei diritti dell'uomo*”.

¹⁷ Riferimenti al sito https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en

“On 5 January 2023 the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) entered into force. This new directive modernises and strengthens the rules about the social and environmental information that companies have to report. A broader set of large companies, as well as listed SMEs, will now be required to report on sustainability – approximately 50 000 companies in total.

The new rules will ensure that investors and other stakeholders have access to the information they need to assess investment risks arising from climate change and other sustainability issues. They will also create a culture of transparency about the impact of companies on people and the environment. Finally, reporting costs will be reduced for companies over the medium to long term by harmonising the information to be provided.

The first companies will have to apply the new rules for the first time in financial year 2024, for reports published in 2025. Companies subject to the CSRD will have to report according to European Sustainability Reporting Standards (ESRS). The draft standards are developed by the EFRAG, previously known as the European Financial Reporting Advisory Group, an independent body gathering various stakeholders. The standards will be tailored to EU policies, while building on and contributing to international standardisation initiatives. The Commission should adopt the first set of standards by mid-2023, based on the draft standards published by EFRAGEN in November 2022.

The CSRD also makes it mandatory for companies to have an audit of the sustainability information that they report. In addition, it provides for the digitalisation of sustainability information”.

2.2.1. I criteri di vaglio tecnico della Commissione: brevi accenni sui “*litigation’s risks*”

Come visto nel paragrafo 2.2., spetta alla Commissione stabilire l’elenco di attività ecosostenibili rispondenti alla realizzazione degli obiettivi ambientali stabiliti nel Regolamento; oltre a specificarne i criteri di vaglio tecnico, che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare una attività economica rispondente ai suddetti obiettivi.

L’adozione di tali criteri avviene per il tramite di atti delegati – tre regolamenti delegati¹⁸ entrati in vigore tra il 1° gennaio 2022 e il 1° gennaio 2023 – che hanno destato non poche perplessità.

In particolare, l’atto delegato complementare sul clima - il Regolamento delegato (UE) 1214/2022 - modifica gli altri due regolamenti delegati contemplando l’aggiunta di talune attività nel settore dell’energia nucleare e del gas tra le attività coperte dalla Tassonomia. L’audace scelta della Commissione di includere, contro numerosi pareri scientifici, il nucleare e il gas tra le attività potenzialmente sostenibili ha immediatamente generato la reazione di numerose organizzazioni – possiamo in merito citare Greenpeace e ClientEarth, capisaldi nella lotta al cambiamento climatico – le quali si sono attivate per il tramite delle Requests for Internal Review (RIR – Richieste di riesame interno)¹⁹ a norma del regolamento di Aarhus²⁰.

¹⁸ Regolamento delegato (UE) 2139/2021 della Commissione, del 4 giugno 2021, che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un’attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all’adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale. Riferimento: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/2139/oj.

Regolamento delegato (UE) 2178/2021 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio precisando il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese soggette all’articolo 19 bis o all’articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili e specificando la metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa. Riferimento: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/2178/oj.

¹⁹ Da: <https://www.consilium.europa.eu/it/documents-publications/requests-for-internal-review-under-the-aarhus-regulation/> “Gli individui e le organizzazioni della società civile hanno il diritto di chiedere il *riesame amministrativo degli atti giuridici* adottati da un’istituzione o da un organo dell’UE, conformemente alle disposizioni del regolamento di Aarhus. Il regolamento conferisce ai membri del pubblico il diritto di accedere alla giustizia e alle informazioni e di partecipare al processo decisionale su questioni relative all’ambiente”.

²⁰ Il regolamento (CE) n. 1367/2006 del Parlamento Europeo e del Consiglio attiene alla applicazione alle istituzioni e agli organi comunitari delle disposizioni della convenzione di Aarhus sull’accesso alle informazioni, la partecipazione del pubblico ai processi decisionali e l’accesso alla giustizia in materia ambientale e ai Paragrafi 3-5 di detto regolamento: “(3) Il 25 giugno 1998 la Comunità ha firmato la convenzione della commissione economica per l’Europa delle Nazioni Unite (UNECE) sull’accesso alle informazioni, la partecipazione del pubblico ai processi decisionali e l’accesso alla giustizia in materia ambientale (in seguito denominata «convenzione di Aarhus»).(4) La Comunità ha approvato la

Le suddette Richieste sottolineavano come la Commissione, relativamente all’inserimento di attività legate ai gas fossili e al nucleare, non avesse rispettato diversi dei requisiti obbligatori e delle garanzie previste dal regolamento Tassonomia 852/2020 ai sensi degli articoli 3, 10 (2), 17 e 19 (2); oltre alla violazione di vari requisiti posti dai Trattati UE e dalla Legge europea sul clima – primo fra tutti l’articolo 191 del TFUE²¹ – potendosi così concludere come il Regolamento delegato 1214/2022 fosse viziato da incompetenza, violazione di requisiti procedurali essenziali, errori manifesti e sviamento di potere (ClientEarth, 2022, pp. 4-96).

Il principio di precauzione sancito all’interno dell’articolo 191 TFUE, infatti, è costitutivamente un principio di salvaguardia alla luce del quale, qualora non dovesse esserci un elevato grado di certezza e chiarezza scientifica in merito ad un rischio presunto – per l’ambiente, la salute ecc. – si agisce come se tale rischio fosse in realtà certo e conclamato.

Nello specifico caso le scelte tecniche della Commissione sono state adoperate in un contesto scientifico certo e provato, eppure si è assistito alla contrarietà delle medesime in un contesto dove la precauzione sarebbe stata il requisito minimo da rispettare. La discrezionalità delle Istituzioni europee – al limite dell’arbitrio – nella scelta di ciò

convenzione di Aarhus il 17 febbraio 2005 (5). È opportuno adeguare le norme di diritto comunitario alle disposizioni della convenzione.(4) La Comunità ha già adottato una esauriente normativa in costante evoluzione che contribuisce al raggiungimento degli obiettivi della convenzione di Aarhus. Occorrerebbe adottare le misure necessarie per applicare le disposizioni della convenzione alle istituzioni e agli organi comunitari. (5) È opportuno disciplinare i tre pilastri della convenzione di Aarhus, vale a dire accesso alle informazioni, partecipazione del pubblico ai processi decisionali e accesso alla giustizia in materia ambientale, in un unico atto normativo e stabilire disposizioni comuni per quanto riguarda gli obiettivi e le definizioni. Ciò contribuisce a razionalizzare la normativa e ad accrescere la trasparenza delle misure di attuazione adottate a livello delle istituzioni e degli organi comunitari”.

²¹ Art. 191 TFUE: “1. La politica dell’Unione in materia ambientale contribuisce a perseguire i seguenti obiettivi: salvaguardia, tutela e miglioramento della qualità dell’ambiente; protezione della salute umana; utilizzazione accorta e razionale delle risorse naturali; promozione sul piano internazionale di misure destinate a risolvere i problemi dell’ambiente a livello regionale o mondiale e, in particolare, a combattere i cambiamenti climatici. 2. La politica dell’Unione in materia ambientale mira a un elevato livello di tutela, tenendo conto della diversità delle situazioni nelle varie regioni dell’Unione. Essa è fondata sui principi della precauzione e dell’azione preventiva, sul principio della correzione, in via prioritaria alla fonte, dei danni causati all’ambiente, nonché sul principio “chi inquina paga”. In tale contesto, le misure di armonizzazione rispondenti ad esigenze di protezione dell’ambiente comportano, nei casi opportuni, una clausola di salvaguardia che autorizza gli Stati membri a prendere, per motivi ambientali di natura non economica, misure provvisorie soggette ad una procedura di controllo dell’Unione. 3. Nel predisporre la sua politica in materia ambientale l’Unione tiene conto: dei dati scientifici e tecnici disponibili; delle condizioni dell’ambiente nelle varie regioni dell’Unione; dei vantaggi e degli oneri che possono derivare dall’azione o dall’assenza di azione; dello sviluppo socioeconomico dell’Unione nel suo insieme e dello sviluppo equilibrato delle sue singole regioni. 4. Nell’ambito delle rispettive competenze, l’Unione e gli Stati membri collaborano con i paesi terzi e con le competenti organizzazioni internazionali. Le modalità della cooperazione dell’Unione possono formare oggetto di accordi tra questa ed i terzi interessati. Il comma precedente non pregiudica la competenza degli Stati membri a negoziare nelle sedi internazionali e a concludere accordi internazionali”.

che possa esser considerato sostenibile, nonché l'ampia libertà degli investitori privati nell'indirizzare i propri investimenti su attività come il gas e il nucleare, senza incorrere in violazioni del Regolamento tassonomia, può portare a ripercussioni notevoli nel rischio di un presente e pressante contenzioso, come meglio tratteremo a seguire nella ricerca (capitolo 4).

In conclusione, gli investitori - specialmente le banche, per le riflessioni già sottolineate precedentemente nel paragrafo 2 – hanno l'obbligo di informare in quale percentuale gli investimenti finanziati di prodotti offerti dai loro portafogli siano allineati alla Tassonomia; spesso potrebbero risultare allineati alla Tassonomia investimenti poco coerenti con una reale e concreta scelta di finanza sostenibile.

3. La normativa europea di riferimento: dagli Accordi di Parigi alla Direttiva CSRD

Per poter effettuare una corretta panoramica delle iniziative intervenute, a livello europeo, nella creazione di un contesto normativo idoneo al perseguimento di una economia sostenibile, dobbiamo primariamente riferirci al Trattato sull'Unione Europea (TUE). Rispettivamente all'articolo 3 del TUE vi è stabilito l'impegno dell'Unione e conseguentemente delle sue Istituzioni, nel perseguimento di uno sviluppo sostenibile dell'Europa intera fondato su: una crescita economica equilibrata; la stabilità dei prezzi; un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, oltre che un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente.²²

²² Articolo 3 TUE: “1. L'Unione si prefigge di promuovere la pace, i suoi valori e il benessere dei suoi popoli. 2. L'Unione offre ai suoi cittadini uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia senza frontiere interne, in cui sia assicurata la libera circolazione delle persone insieme a misure appropriate per quanto concerne i controlli alle frontiere esterne, l'asilo, l'immigrazione, la prevenzione della criminalità e la lotta contro quest'ultima. 3. L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico. L'Unione combatte l'esclusione sociale e le discriminazioni e promuove la giustizia e la protezione sociali, la parità tra donne e uomini, la solidarietà tra le generazioni e la tutela dei diritti del minore. Essa promuove la coesione economica, sociale e territoriale, e la solidarietà tra gli Stati membri. Essa rispetta la ricchezza della sua diversità culturale e linguistica e vigila sulla salvaguardia e sullo sviluppo del patrimonio culturale europeo. 4. L'Unione istituisce un'unione economica e monetaria la cui moneta è l'euro. 5. Nelle relazioni con il resto del mondo l'Unione afferma e promuove i suoi valori e interessi, contribuendo alla protezione dei suoi cittadini. Contribuisce alla pace, alla sicurezza, allo sviluppo sostenibile della Terra, alla solidarietà e al rispetto reciproco tra i popoli, al commercio libero ed equo, all'eliminazione della povertà e alla tutela dei diritti umani, in particolare dei diritti del minore, e alla rigorosa osservanza e allo sviluppo del diritto internazionale, in particolare al rispetto dei principi della

Assistiamo a come il miglioramento della qualità dell'ambiente sia funzionale al raggiungimento di una economia sostenibile e – come meglio vedremo nel Capitolo II - come gli obiettivi di sostenibilità stiano prendendo piede all'interno dei mandati delle banche centrali accanto al concetto di stabilità dei prezzi, aprendosi così nuove prospettive sulle politiche monetarie delle stesse nell'accoglimento di prospettive ambientali.

Ancora più incisiva risulta la previsione dell'articolo 11 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)²³, alla luce del quale le esigenze connesse alla tutela dell'ambiente necessitano di essere integrate nelle politiche dell'Unione, avendo nuovamente riguardo allo sviluppo sostenibile.

Come sostenuto da Mario Draghi nel suo Keynote speech dell'11 ottobre 2019: “[...] *le banche centrali in particolare, ricevono un mandato politico, nel senso che esso è il frutto di un processo politico. [...] La natura politica del nostro mandato ha alcune implicazioni essenziali: non abbiamo la libertà di decidere se dobbiamo fare ciò che è necessario fare per assolvere il nostro mandato. È nostro dovere farlo*”. Ricorre dunque il dualismo costitutivo di una istituzione come la BCE, da un lato recettrice di politiche e dall'altro promotrice di iniziative pur sempre politiche.

Il primo passo nella delineazione di iniziative europee di propulsione alla sostenibilità, non può che essere fatto risalire all'adesione dell'Unione Europea all'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico (Coppotelli, 2022, pp. 283-304).

Di seguito si presenta una panoramica dei più importanti accordi e iniziative provenienti dall'Unione europea e dall'Organizzazione delle Nazioni Unite.

Carta delle Nazioni Unite. 6. *L'Unione persegue i suoi obiettivi con i mezzi appropriati, in ragione delle competenze che le sono attribuite nei trattati*”.

²³ Articolo 11 TFUE: *“Le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente devono essere integrate nella definizione e nell'attuazione delle politiche e azioni dell'Unione, in particolare nella prospettiva di promuovere lo sviluppo sostenibile.*”

3.1 (Segue) L'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici

L'Accordo di Parigi²⁴ è il primo accordo universale giuridicamente vincolante sul clima a livello mondiale. L'Accordo viene ratificato dall'Unione Europea il 5 ottobre 2016 con decisione del Consiglio 2016/1841.

All'articolo 2 dell'Accordo vengono stabiliti gli obiettivi e lo scopo di tale cooperazione mondiale:

“1. Il presente accordo, nel contribuire all'attuazione della convenzione, inclusi i suoi obiettivi, mira a rafforzare la risposta mondiale alla minaccia posta dai cambiamenti climatici, nel contesto dello sviluppo sostenibile e degli sforzi volti a eliminare la povertà, in particolare:

- a) mantenendo l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2 °C rispetto ai livelli preindustriali e proseguendo l'azione volta a limitare tale aumento a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali, riconoscendo che ciò potrebbe ridurre in modo significativo i rischi e gli effetti dei cambiamenti climatici;*
- b) aumentando la capacità di adattamento agli effetti negativi dei cambiamenti climatici e promuovendo la resilienza climatica e lo sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra, con modalità che non minaccino la produzione alimentare;*
- c) rendendo i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente al clima.*

2. Il presente accordo sarà attuato in modo da riflettere l'equità ed il principio delle responsabilità comuni ma differenziate e delle rispettive capacità, alla luce delle diverse circostanze nazionali”.

Il perseguimento di tali obiettivi, nella fase iniziale del percorso verso il fondamento di una economia sostenibile, si è concretizzato maggiormente attraverso un impegno globale nel disegnare le direttrici della disciplina sulla “disclosure”.

²⁴ L'Accordo di Parigi fu adottato da 196 “Parti” al COP21 (Conferenza delle Parti dell'UNFCCC - Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici) a Parigi il 12 dicembre 2015, entrando in vigore dal 4 novembre 2016.

L'Unione Europea fa parte della convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), ossia una delle tre convenzioni adottata al vertice sulla Terra di Rio del 1992. Per riferimenti: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>

La divulgazione di informazioni relative all'impatto finanziario dei rischi legati al cambiamento climatico è stata assunta come caposaldo soprattutto nell'industria bancaria, potendo così contemperare tali obiettivi alla consistente esigenza di fornire trasparenza ai partecipanti al mercato sull'esposizione degli istituti di credito ai menzionati rischi (BCE, 2020a, pp. 2-11).

Gli Accordi di Parigi, in questa sede, meritano menzione solo in quanto base giuridica su cui tutte le iniziative Europee sono state modulate.

3.2 (Segue) L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile

L'Assemblea Generale dell'Organizzazione delle Nazioni Unite il 25 settembre 2015 adotta una risoluzione con cui viene presentata l'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile. L'Agenda in questione consiste in un programma d'azione comprendente 17 Obiettivi per lo Sviluppo sostenibile e 169 Target che li sostanziano e promuove una cooperazione pressoché globale verso il raggiungimento e bilanciamento delle tre dimensioni dello sviluppo sostenibile: la dimensione economica, sociale ed ambientale. Si inneggia ad uno sforzo comune in cui il globalismo sociale ed economico del nostro Mondo, non è più letto in un'ottica puramente capitalistica ed espropriativa quanto piuttosto nella capacità di leader mondiali e privati di apportare vantaggi – intesi anche come profitti - alla globalità intera. (Assemblea Generale delle Nazioni Unite, 2015) Venendo ai singoli Obiettivi:

1. Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo;
2. Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza ambientale, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile;
3. Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età;
4. Fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti;

5. Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze;
6. Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie;
7. Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni;
- 8. Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti;**
- 9. Costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile;**
10. Ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra le nazioni;
11. Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili;
- 12. Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo;**
13. Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico;
14. Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile;
15. Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre;
16. Promuovere società pacifiche e inclusive per uno sviluppo sostenibile;
17. Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile.

Venendo ai punti di maggiore interesse, possiamo analizzare alcuni dei Target relativi a tali Obiettivi tra cui – per ciò che attiene all'accessibilità dei servizi bancari -:

“8.10 Rafforzare la capacità degli istituti finanziari interni per incoraggiare e aumentare l'utilizzo di servizi bancari, assicurativi e finanziari per tutti”; e ancora “9.3 Incrementare l'accesso delle piccole imprese industriali e non, in particolare nei paesi in via di sviluppo, ai servizi finanziari, compresi i prestiti a prezzi convenienti, e la loro integrazione nell'indotto e nei mercati”.

In questi casi viene in rilievo non solo, come abbiamo già visto, il finanziamento verso attività sostenibili – aree, per citare qualche esempio, quali l'energia, le infrastrutture sostenibili, la scienza, l'agricoltura, la tecnologia e l'innovazione – ma l'esigenza di garantire la possibilità di accedere al credito anche ad un vasto numero di soggetti considerati “non bancabili”.

Ancora nei Target si fa riferimento, inoltre, all'attualissimo concetto di responsabilizzazione degli enti attraverso la trasmissione di informazioni ritenute ormai necessarie per il raggiungimento dell'ecosostenibilità globale, per cui: *“12.6 Incoraggiare le imprese, in particolare le grandi aziende multinazionali, ad adottare pratiche sostenibili e ad integrare le informazioni sulla sostenibilità nei loro resoconti annuali”.*

L'integrazione delle informazioni sulla sostenibilità nelle pratiche di governance degli enti privati è delineata in una forma embrionale rispetto al panorama odierno, che spinge sempre di più verso una interferenza del legislatore all'interno delle buone prassi societarie (come si vedrà nel paragrafo 4.1).

Assistiamo dunque agli enti di investimento come promotori primari dell'Agenda 2030, soprattutto alla luce della solida base finanziaria necessaria per il soddisfacimento degli Obiettivi.

La mobilitazione delle risorse finanziarie e tecniche passa attraverso un documento ancor precedente rispetto all'Agenda, ossia il Piano d'Azione Addis Abeba²⁵ come da intesa

²⁵ Come dal paragrafo 1 dell'Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development leggiamo: *“We, the Heads of State and Government and High Representatives, gathered in Addis Ababa from 13 to 16 July 2015, affirm our strong political commitment to address the challenge of financing and creating an enabling environment at all levels for sustainable development in the spirit of global partnership and solidarity. We reaffirm and build on the 2002 Monterrey Consensus and the 2008 Doha Declaration. Our goal is to end poverty and hunger, and to achieve sustainable development in its three dimensions through promoting inclusive economic growth, protecting the environment, and promoting social inclusion. We commit to respecting all human rights, including the right to development. We will ensure gender equality and women's and girls' empowerment. We will promote peaceful and inclusive societies and advance fully towards an equitable global economic system in which no country or person is left behind, enabling decent work and productive livelihoods for all, while preserving the planet for our children and future generations”.* Il Piano d'Azione Addis Abeba è il risultato della Terza Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo è stato definito nelle risoluzioni 68/204 e 68/279 dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite.

nella terza Conferenza Internazionale per il Finanziamento dello Sviluppo. Il coinvolgimento del settore bancario è ben delineato all'interno del Piano e segue quattro principali linee direttrici:

- I. Il ruolo delle banche nel finanziamento dello sviluppo sostenibile soprattutto durante le crisi finanziarie, quando le entità del settore privato diventano molto avverse al rischio;
- II. L'importanza di solidi quadri normativi basati sulla regolazione del concetto di rischio per tutta l'intermediazione finanziaria, dalla microfinanza alle banche internazionali; le regolamentazioni attinenti ai mercati di capitali sono volte alla promozione di incentivi lungo la catena degli investimenti, i quali devono essere sia allineati ad indicatori di performance e sostenibilità a lungo termine, sia possano ridurre la volatilità in eccesso;
- III. L'inclusione finanziaria come obiettivo politico nelle legislazioni nazionali;
- IV. Il riconoscimento del potenziale delle Banche multilaterali di sviluppo²⁶ nel finanziare lo sviluppo sostenibile e nella integrazione delle risorse nazionali in casi di shock finanziari ed economici, disastri naturali e pandemie (United Nations, 2015, pp. 7-41).

L'esplicita integrazione degli Obiettivi di Sostenibilità raccolti nell'Agenda 2030, nonché l'allineamento con gli Accordi di Parigi da parte delle banche, si realizza attraverso i Principi per l'Attività Bancaria Responsabile (*"Principles for Responsible Banking"*), originariamente sviluppati da 30 banche²⁷ provenienti dai 5 continenti e rappresentanti oltre 17 miliardi di dollari in assets.

²⁶ Dal sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze: https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/rapporti_finanziari_internazionali/banche_sviluppo/:

"Le Banche Multilaterali di Sviluppo hanno come mandato principale quello di ridurre la povertà e promuovere lo sviluppo economico. Sono istituzioni sopranazionali create dagli stati sovrani che ne sono azionisti. Questi stati sovrani includono tanto i paesi donatori quanto i paesi mutuatari." Tra queste ricordiamo: la Banca europea degli investimenti (BEI); il Fondo internazionale per lo sviluppo agricolo; la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS); la Banca mondiale (BM); la Banca interamericana di sviluppo; la Banca asiatica di sviluppo; la Banca africana di sviluppo; la Banca di sviluppo dei Caraibi; la Banca Asiatica per gli investimenti in infrastrutture. In particolare la BEI: *"La Banca europea degli investimenti (Bei) è la banca dell'Unione europea e tutti gli stati membri dell'Unione ne sono gli azionisti. La Bei opera in stretta collaborazione con le altre istituzioni europee nell'attuazione delle politiche comunitarie. Primo istituto finanziario multilaterale del mondo per volume di prestiti, la Bei concede finanziamenti e fornisce assistenza tecnica per progetti di investimento finanziariamente e economicamente solidi e sostenibili che contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi della politica dell'Ue. La sua attività è concentrata in Europa per oltre il 90%, ma sostiene anche le politiche europee per la cooperazione esterna e l'assistenza allo sviluppo.*

La Bei sostiene progetti che contribuiscono in modo significativo alla crescita e all'occupazione in Europa. Concentra la sua azione su quattro settori prioritari: i. Innovazione e capitale umano; ii. Accesso ai finanziamenti da parte delle piccole e medie imprese; iii. Ambiente e cambiamenti climatici; iv. Infrastrutture. La Bei raccoglie fondi sui mercati internazionali dei capitali attraverso l'emissione di obbligazioni. Il suo eccellente merito di credito gli consente di prendere a prestito a condizioni favorevoli che può quindi estendere ai beneficiari dei suoi finanziamenti."

²⁷ Fonte: <https://www.unepfi.org/industries/banking/principles-for-responsible-banking-released/>

3.2.1. Principles for Responsible Banking e cenni al fenomeno delle Banche Etiche

I *Principles for Responsible Banking* forniscono alle banche un quadro di riferimento per accelerare collettivamente l'azione e la promozione dell'inclusione finanziaria. Essi sono stati sviluppati dal settore bancario stesso parallelamente all'Iniziativa per la Finanza del Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP FI – United Nations Environment Programme Financial Initiative - una collaborazione tra ONU e settore privato a cui aderiscono più di 240 istituzioni finanziarie in tutto il mondo). In un'epoca in cui le banche sono chiamate sempre di più a sostenere e soddisfare gli obiettivi e gli standard di sostenibilità molto spesso stabiliti dai loro stessi clienti, dagli investitori e dalla società in generale, questi Principi definiscono cosa significa essere una "banca responsabile".

I Principi per un'attività bancaria responsabile guidano una banca a integrare la sostenibilità in tutte le sue aree di attività, dai livelli strategici a quelli di portafoglio e di transazione. Sono stati concepiti per consentire a tutte le banche di applicarli, indipendentemente dal loro contesto specifico o dal fatto che la banca sia ancora ancorata a logiche di profitto poco etiche.

Venendo ad illustrare i sei principi in questione, essi sono così descritti: (UNEP FI, 2019, *Principles for Responsible Banking*)

“1. Allineamento

- Allineeremo le nostre strategie di business affinché siano coerenti e contribuiscano ai fini e ai bisogni della società, come espresso dagli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, dall'Accordo di Parigi sul clima e altri rilevanti quadri di riferimento nazionali e regionali”;

“2. Impatto e definizione degli obiettivi

- Incrementeremo costantemente i nostri impatti positivi, mentre ridurremo gli impatti negativi e gestiremo i rischi per le persone risultanti dalle nostre attività, prodotti e servizi.

“The 30 Founding Banks are: Access Bank, AAIB, Banco Pichincha, Banorte, Barclays, BBVA, BNP Paribas, Bradesco, CIB, CIMB, Citi, First Rand, Garanti, Golomt Bank, Hana Financial Group, ICBC, ING, KCB, Land Bank, National Australia Bank, Natixis, Nordea, Piraeus, Santander, Shinhan, Standard Bank, Société Générale, Triodos Bank, Westpac and Yes Bank.”

A tal fine, selezioneremo e renderemo pubblici gli obiettivi dove possiamo avere l'impatto più significativo”;

“3. Clienti e consumatori

- Lavoreremo responsabilmente con i nostri clienti e i nostri consumatori al fine di incoraggiare prassi sostenibili e rendere possibili attività economiche che creino prosperità condivisa per le generazioni presenti e future”;

“4. Stakeholder

- Consulteremo, coinvolgeremo e collaboreremo, in modo proattivo, con le parti interessate rilevanti, al fine di realizzare gli obiettivi della società”;

“5. Governance e cultura

- Implementeremo il nostro impegno verso la realizzazione dei presenti Principi attraverso una governance e una cultura dell'attività bancaria responsabile effettive”;

“6. Trasparenza e rendicontazione

- Opereremo una revisione periodica, individuale e collettiva, dell'implementazione dei presenti Principi, saremo trasparenti e renderemo conto dei nostri impatti, positivi e negativi, e del nostro contributo agli obiettivi della società”.

Alla luce dei suddetti Principi, una banca potrebbe considerarsi “responsabile” qualora abbia liberamente aderito ai singoli principi stabiliti all'interno dei framework legislativi internazionali, nazionali e regionali; qualora sia capace di intraprendere un'analisi dei propri impatti e obiettivi, nonché sia in grado di poter giungere al soddisfacimento dei bisogni dei propri clienti senza pregiudizio per le generazioni presenti e future; qualora sia pronta ad abbandonare la celebre “Shareholder theory” di Friedman in virtù della rinnovata concezione dello “Stakeholderism”²⁸; qualora si sia dotata di una struttura di governo e di una cultura aziendale tale da aver portato all'implementazione dei Principi per il tramite di sistemi di gestione, politiche, procedure, allocazione di risorse adeguate;

²⁸ La teoria dello “Shareholderism” viene finemente delineata da Denozza (2021) come “[...] *la tendenza degli amministratori a prendere posizioni che assicurano benefici immediati molto elevati, anche a costo di implicazioni che possono pregiudicare i guadagni futuri, o giungere a propiziare nel futuro addirittura perdite*” e si contrappone diametralmente alle nuove tendenze volte al voler introdurre nella riflessione societaria tematiche ulteriori rispetto al profitto, come Bebchuk e Tallarita (2020) per i quali lo “Stakeholderism” non è che “[...] *The idea of promoting the interests of the stakeholders of a firm (its customers, employees, suppliers, societies and the environment)*”.

infine qualora sia a tal punto responsabile da fornire una periodica e trasparente rendicontazione del modo in cui abbia effettivamente implementato gli stessi e si sia dimostrata ad impatto positivo.

Le polemiche in merito ai Principi sono evidenti anche ad occhi poco esperti, soprattutto alla luce della dichiarazione “No More Greenwashing: Principles Must Have Consequences” ad opera di 21 esponenti della società civile²⁹, nella quale viene in rilievo lo stretto collegamento tra numerosi firmatari e il finanziamento del settore dei combustibili fossili, delle armi, della deforestazione e dell’industrializzazione a danno delle popolazioni indigene (Turco, 2020, par. 3).

Eppure ad oggi la finanza tradizionale continua ad essere caratterizzata da un uso spregiudicato di strumenti speculativi, una continua creazione di bolle ed instabilità: più della metà delle operazioni sui mercati finanziari sono infatti legate al trading; o ancora pensiamo al fenomeno del sistema bancario ombra³⁰, sfuggente rispetto ad ogni controllo e regolamentazione, in sostanza realtà lontane al principio di “responsible banking”. Queste attività, anche se non hanno conseguenze dirette sull’ambiente, sono la definizione stessa di attività non sostenibili, nel senso di non responsabili.

Abbiamo assistito a come la comunità europea abbia introdotto il principio del non

²⁹I 21 firmatari sono: Johan Frijns (BankTrack); Lindsey Allen (Rainforest Action Network); Osprey Orielle Lake (WECAN); Leila Salazar-López (Amazon Watch); Jennifer Morgan (Greenpeace); Evert Hassink (Milieudefensie - Friends of the Earth Netherlands); Kuba Gogolewski (Fundacja “Rozwoj TAK - Odkrywki NIE”); Andy Whitmore (London Mining Network); Jan Willem van Gelder (Profundo); Kanna Mitsuta (Friends of the Earth Japan); Alexey Zimenko (Biodiversity Conservation Center); Hrant Sargsyan (Eco-club ‘Tapan’); Sviatoslav Zabelin (Socio-ecological Union International); Edi Sutrisno (TuK Indonesia); Zanaa Jurmed (Oyu Tolgoi Watch); Eugene Simonov (RWBIC); Heffa Schuecking (urgewald); Andreas Missbach (Public Eye); David Pred (Inclusive Development International); Olivia Langhoff (350.org); Shonan Kothari (Change Finance); Steve Kretzmann (Oil Change International); Tom B.K. Goldtooth (Indigenous Environmental Network); Carla Fredericks (First Peoples Worldwide); Khaled Gaiji (Friends of the Earth France); David Hillman (Stamp Out Poverty).

³⁰ Dai Quaderni di Educazione Finanziaria CONSOB, “L’intermediazione finanziaria non bancaria (“Sistema bancario ombra”), online al sito: <https://www.consob.it/web/investor-education/intermediazione-finanziaria-non-bancaria> : “[...] Sistema bancario ombra (Shadow Banking System), ossia quel complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione in quanto posti al di fuori del perimetro di applicazione delle relative norme (ad esempio: fuori dal perimetro di consolidamento dei conti bancari stabilito a livello normativo). L’espansione di questo sistema fu dovuto in larga parte alla decisione, assunta da diverse banche negli anni precedenti alla crisi (anche grazie all’utilizzo di nuove tecnologie informatiche e alla scoperta di nuovi strumenti di matematica finanziaria), di “esternalizzare” e portare fuori dal perimetro di consolidamento alcune attività caratterizzate, oltre che da elevati margini di interesse, da un forte profilo di rischio da una rilevante trasformazione delle scadenze e della liquidità e da una elevata leva finanziaria (anche tramite l’utilizzo di strumenti derivati). I rilevanti rischi sistemici determinati dallo Shadow Banking System (tra cui la sua interdipendenza con il sistema bancario, il forte contagio tra intermediari, il disallineamento rispetto al regime prudenziale proprio delle banche, ecc.) hanno accresciuto la consapevolezza circa la probabilità di sviluppo di crisi sistemiche con gravi effetti negativi sull’economia reale, indipendentemente dal paese o dall’area”.

arrecare un danno significativo agli obiettivi ambientali (vedi paragrafo 2.2), eppure le nuove proposte nel panorama europeo ancora troppo marginalmente si occupano della mitigazione dei danni ad ulteriori importanti obiettivi quali la tutela delle comunità, dell'economia reale e di aspetti intrinsecamente legati al contesto sociale (più avanti in merito si tratterà di "Social Taxonomy").

A titolo di esempio, nel 2018 la percentuale di prestiti concessi sul totale delle attività per l'economia reale è stata di oltre il 76% per le banche etiche, mentre solo il 39% per le altre banche Europee. Nel 2019 le Banche Etiche hanno concesso il 78% dei loro prestiti all'economia reale; inoltre, la maggior parte delle operazioni e degli investimenti, da parte delle stesse, sono state orientate al lungo termine.

Al contrario, il sistema finanziario tradizionale è sempre più ossessionato da orizzonti a breve termine. I requisiti patrimoniali delle banche, per ogni concessione di prestito, si basano attualmente solo sulla percezione del rischio finanziario; se invece si tenesse in considerazione il complessivo impatto ambientale e sociale di un prestito – e relativi rischi –, riducendo così i requisiti patrimoniali richiesti per i prestiti ad impatto positivo ed eventualmente aumentando i requisiti per quei prestiti "non sostenibili", si giungerebbe all'incremento della convenienza dei prestiti alle imprese e ai progetti verdi/sociali, a svantaggio di quelli solo eventualmente concessi alle attività inquinanti/impattanti (FEBEA, 2021, p.7).

Assistiamo a come le Banche Etiche possano rappresentare un reale impulso al raggiungimento e perseguimento di tali Principi e di tutta la sfera valoriale legata al concetto di economia e sviluppo sostenibile.

Le Banche Etiche sono apparse in Europa intorno agli anni Settanta e ad oggi sono enti accomunati nella sfida quotidiana di impiegare il denaro come strumento atto al perseguimento di tutte quelle missioni sociali di cui potremmo citare, a titolo di esempio, la tutela dell'ambiente, l'integrazione sociale, il finanziamento della cultura e dell'arte e così via.

Esse, inoltre, non solo adottano un meccanismo di trasparenza e pubblicità per ogni investimento intrapreso, ma lasciano ampia libertà al cliente di determinare il progetto etico da sostenere per il tramite dei suoi risparmi.

Pare interessante osservare come tre delle maggiori organizzazioni di finanza etica in Europa – Gabv, Febea, Inaise ³¹-, cui aderiscono numerose banche etiche del territorio,

³¹ La Global Alliance for Banking on Values - GABV - è un network indipendente di banche e cooperative bancarie che condividono la missione di mettere la finanza al servizio di uno sviluppo economico

hanno provveduto a comunicare quelli che possano essere considerati i requisiti che rendano una banca etica tale. Il dato sorprendente riguarda una comunanza di vedute su molteplici punti tra cui: una politica di credito trasparente e fondata su criteri economici, sociali e ambientali; l'uso delle risorse volto ad una politica di lungo periodo; la democraticità dell'ente garantita da una partecipazione diffusa nella governance e ancora l'attenzione all'efficienza e alla resilienza del business (Ugo Biggeri, 2022, pp. 4-19). Da tale analisi si evince come, se mosse da un autentico spirito sostenibile, le linee direttrici di un disegno di governance bancaria siano le medesime.

3.3 *Green Deal* Europeo

L'11 dicembre 2019 viene pubblicata la comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, avente ad oggetto il Green Deal europeo.

Il Green Deal rappresenta una nuova strategia di crescita mirata a trasformare l'UE in una società a “zero emissioni”³² nel 2050.

La comunicazione in questione individua una *roadmap* di interventi atti a incrementare l'ecosostenibilità dell'Unione Europea coinvolgendo gli attori della comunità tutta. L'attuazione del Green Deal Europeo richiede investimenti ingentissimi per il tramite, soprattutto, della mobilitazione di finanza privata.

Così come era sottolineata l'importanza di rendere i flussi finanziari coerenti con gli accordi di Parigi in sede di G20; ancora più importante risulta essere tale coerenza in sede di Green Deal.

Venendo al settore di nostro interesse, le banche hanno una notevole forza propulsiva nel disegno del Green Deal europeo, soprattutto per ciò che indubbiamente attiene al finanziamento di tale progetto. Già nel 2018 con il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile (Commissione, 2018) veniva posta la finanza sostenibile al centro del sistema finanziario, in quanto pilastro dell'azione dell'Unione³³.

sostenibile, rispettoso dei diritti umani e dell'ambiente; la Federazione Europea delle Banche Etiche ed Alternative – FEBEA - è un'associazione senza scopo di lucro, di diritto belga, nata nel 2001, al fine di promuovere e sviluppare in Europa la finanza etica ed alternativa; l'Associazione Internazionale degli Investitori nell'Economia Sociale – INAISE - è una rete internazionale, nata a Barcellona nel 1989, il cui obiettivo è quello di finanziare progetti sociali e ambientali (Biggeri, 2022, p. 6).

³² «“Zero emissioni nette” significa ridurre le emissioni di gas a effetto serra a un livello quanto più vicino possibile allo zero. Questo obiettivo può essere raggiunto riducendo le emissioni e investendo nelle tecnologie verdi e nella protezione dell'ambiente» dal sito:

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-industrial-policy/>

³³ Cfr. Art. 3, par. 3 TUE e il ruolo delle questioni ambientali e sociali nella cooperazione internazionale all'art. 21 TUE.

I tre obiettivi di questo primo Piano d’Azione sono rappresentati, come si evince dalla Comunicazione stessa, dal:

- “1. Riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;*
- 2. Gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;*
- 3. Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie”.*

In relazione al primo obiettivo, le azioni prospettate si incentrano principalmente su: l’istituzione di un sistema unificato a livello UE di classificazione delle attività sostenibili, per il tramite della Tassonomia; la creazione di norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili con la Proposta di regolamento sulle obbligazioni verdi europee l’European Green Bond Standard (EUGBS), consentendo così anche ad enti come le banche di contrarre prestiti con il fine di finanziare o rifinanziare i progetti, gli attivi o le attività “verdi”³⁴; la promozione degli investimenti in progetti sostenibili; l’integrazione della sostenibilità nella consulenza finanziaria, per il tramite delle modifiche alla direttiva MiFID II³⁵.

Per quanto attiene il secondo obiettivo, le azioni prospettate attengono alla modifica del

³⁴ Tale proposta di regolamento si pone in strettissima connessione rispetto alla Tassonomia in quanto: *“(3) Le obbligazioni ecosostenibili sono uno dei principali strumenti per finanziare gli investimenti relativi alle tecnologie a basse emissioni di carbonio, all’efficienza energetica e delle risorse, nonché alle infrastrutture di trasporto sostenibili e alle infrastrutture di ricerca. Tali obbligazioni possono essere emesse da imprese finanziarie o non finanziarie oppure da soggetti sovrani. Diverse iniziative esistenti a favore delle obbligazioni ecosostenibili non assicurano definizioni comuni di attività economiche ecosostenibili. Ciò impedisce agli investitori di individuare facilmente le obbligazioni i cui proventi sono allineati con gli obiettivi ambientali stabiliti dall’accordo di Parigi oppure contribuiscono a detti obiettivi.” Dunque:” (8) Conformemente all’articolo 4 del regolamento (UE) 2020/852, e al fine di fornire agli investitori definizioni chiare, quantitative, dettagliate e comuni, i criteri di cui all’articolo 3 di tale regolamento dovrebbero essere utilizzati per determinare se un’attività economica si qualifica o meno come ecosostenibile. I proventi delle obbligazioni che utilizzano la denominazione “obbligazione verde europea” o “EuGB” dovrebbero essere utilizzati esclusivamente per finanziare attività economiche ecosostenibili e che siano quindi in linea con gli obiettivi ambientali di cui all’articolo 9 del regolamento (UE) 2020/852 oppure contribuiscano alla trasformazione delle attività per renderle ecosostenibili. Tali obbligazioni possono tuttavia essere utilizzate tanto direttamente per finanziare tali attività ecosostenibili attraverso il finanziamento di attivi e spese relativi ad attività economiche che soddisfano i criteri di cui all’articolo 3 del regolamento (UE) 2020/852, quanto indirettamente tramite attività finanziarie che finanziano attività economiche che soddisfino tali criteri. Occorre quindi precisare le categorie di spese e di attivi finanziabili con i proventi di obbligazioni che utilizzano la denominazione “obbligazione verde europea” o “EuGB””. (Parlamento & Consiglio, 2021)*

³⁵ La modifica alla direttiva MiFID II è avvenuta per il tramite del Regolamento delegato (UE) 1253/2021 alla luce del quale nella individuazione dei tipi di conflitti di interesse la cui esistenza può ledere gli interessi dei potenziali clienti e nella consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimenti dovrebbero sia includere gli eventuali conflitti che potrebbero insorgere a seguito della inclusione delle preferenze di sostenibilità del cliente, sia porre domande al fine di identificare le preferenze di sostenibilità individuali.

regolamento sulle agenzie di rating del credito per imporre loro di integrare esplicitamente i fattori di sostenibilità nelle valutazioni; alla inclusione, negli orientamenti ESMA in materia di informativa, delle informazioni relative alla sostenibilità ambientale e sociale; al chiarimento degli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività; all'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali³⁶.

Venendo all'ultimo obiettivo, le relative azioni attengono sia ad un rafforzamento della comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile – argomento che viene poi a concretizzarsi con la evoluzione legislativa che ha portato all'implementazione della direttiva CSRD –, sia la promozione di un governo societario sostenibile volto alla limitazione della visione a breve termine nei mercati di capitali. Nel 2020, il Piano d'Azione viene, parzialmente, a concretizzarsi nel Piano di Investimenti del Green Deal europeo, altresì denominato come Piano di investimenti per un'Europa sostenibile (SEIP, Sustainable Europe Investment Plan)³⁷ (Commissione Europea, 2020). Nell'ambito di tale architettura finanziaria la Commissione si impegna ad attuare la riorganizzazione del budget dell'Unione Europea verso investimenti sostenibili e finanziamenti erogati dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI) e dalle National Promotional Banks (NPB) garantiti dall'Unione come da programma InvestEU³⁸; inoltre si impegna nelle politiche di riorientamento dei flussi finanziari privati verso investimenti compatibili coi criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) attraverso, come visto, la ricerca di un “vocabolario” comune (tassonomia, benchmark, eco-label), obblighi di disclosure in capo agli attori principali del mercato e mitigazione dei rischi climatici (fisici e transizionali) da inserire all'interno dei criteri di vigilanza prudenziale di banche e investitori.

³⁶Battiston et al.; per un'analisi bibliografica più esaustiva, cfr. anche ESRB (2016) Too late, too sudden: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_6_1602.pdf

Le banche potrebbero fornire quegli investimenti necessari ai fini del raggiungimento dell'obiettivo di transizione verso un'economia sostenibile, eppure almeno la metà degli attivi delle banche nella zona euro sono attualmente esposti a rischi connessi ai cambiamenti climatici.

³⁷ Cfr. European Commission (2018), “Action plan: Financing sustainable Growth” COM (2018) 97 final (8.3.2018). https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en e European Commission, “The European Green Deal” COM (2019) 640 final 11.12.2019. https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en

³⁸Testo legislativo per l'introduzione del programma InvestEU: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-13985-2020-INIT/en/pdf>; Il programma è finalizzato alla introduzione di una garanzia dell'UE, pari a circa 30 miliardi, che permette a partner di investimento (come l'EIB e le NPB) di sostenere investimenti rischiosi atti alla transizione ecologica. La garanzia del programma è divisa in quattro aree: 1. Infrastrutture sostenibili; 2. Ricerca, innovazione e digitalizzazione; 3. PMI; 4. Investimenti sociali. Seppur sia presente una categorizzazione per le quattro aree di garanzia, tutte le aree menzionate includono progetti per sostenere la transizione verso la neutralità climatica dell'UE.

Appare, dunque, decisivo il ruolo preminente – secondo solo a quello del bilancio dell’Unione - attribuito alla BEI e alle NPB; oltre indubbiamente al ruolo della disclosure non finanziaria.

3.3.1 La Banca Europea degli Investimenti

Per quanto attiene alla Banca Europea degli Investimenti, alla luce del Piano d’Investimento essa ha assunto il ruolo di Banca dell’Unione per il clima. La base giuridica della BEI si rinviene nel Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea agli articoli 308 e 309³⁹ e dagli stessi desumiamo sia la sua personalità giuridica sia la sua costitutiva natura di soggetto finanziario dotato di ampia discrezionalità, soprattutto per il suo ruolo e impegno connesso al perseguimento dello sviluppo sostenibile nell’interesse dell’Unione.

Il mandato climatico della BEI si incentra principalmente sull’autonomia funzionale di quest’ente che, teoricamente, dovrebbe poter porre in essere - nell’ambito dell’attività creditizia - tutte quelle misure che possano garantire efficientemente il passaggio all’economia sostenibile. Eppure, la millantata autonomia potrebbe essere un punto controverso: l’emissione da parte della BEI di obbligazioni verdi funzionali all’assolvimento del suo mandato non beneficiano ancora di un protocollo gestito da quest’ultima in effettiva e piena autonomia; infatti, i titoli in parola mancano di una

³⁹ Art. 308 TFUE: “La Banca europea per gli investimenti è dotata di personalità giuridica. Sono membri della Banca europea per gli investimenti gli Stati membri. Lo statuto della Banca europea per gli investimenti costituisce l’oggetto di un protocollo allegato ai trattati. Il Consiglio, deliberando all’unanimità secondo una procedura legislativa speciale su richiesta della Banca europea per gli investimenti e previa consultazione del Parlamento europeo e della Commissione, o su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca europea per gli investimenti, può modificare detto statuto”.
Art. 309 TFUE: “La Banca europea per gli investimenti ha il compito di contribuire, facendo appello al mercato dei capitali ed alle proprie risorse, allo sviluppo equilibrato e senza scosse del mercato interno nell’interesse dell’Unione. A tal fine facilita, mediante la concessione di prestiti e garanzie, senza perseguire scopi di lucro, il finanziamento dei seguenti progetti in tutti i settori dell’economia: a) progetti contemplanti la valorizzazione delle regioni meno sviluppate; b) progetti contemplanti l’ammodernamento o la riconversione di imprese oppure la creazione di nuove attività indotte dall’instaurazione o dal funzionamento del mercato interno che, per la loro ampiezza o natura, non possono essere interamente assicurati dai vari mezzi di finanziamento esistenti nei singoli Stati membri; c) progetti di interesse comune per più Stati membri che, per la loro ampiezza o natura, non possono essere completamente assicurati dai vari mezzi di finanziamento esistenti nei singoli Stati membri. Nello svolgimento dei suoi compiti la Banca facilita il finanziamento di programmi di investimento congiuntamente con gli interventi dei fondi strutturali e degli altri strumenti finanziari dell’Unione”.

ufficialità o certificazione in termini di sostenibilità spendibile in scenari anche internazionali. Il fatto che la BEI sia manchevole di tali facoltà si pone in netto contrasto con il suo ruolo di fondatrice del mercato obbligazionario verde⁴⁰. O ancora, si avverte la necessità di incrementare la democraticità della BEI nella realizzazione del suo mandato climatico: le proposte riguardano l'introduzione di controlli esterni sul suo operato; l'applicazione, per la stessa, dei medesimi obblighi di rendicontazione cui sono tenuti gli altri operatori del mercato obbligazionario; l'apposizione di vincoli attraverso il rispetto delle garanzie procedurali previste dai Trattati nell'esercizio delle competenze climatiche; la possibilità per il Parlamento Europeo di esercitare il potere di inchiesta disciplinato all'articolo 226 del TFUE⁴¹ o addirittura includere lo stesso Parlamento nelle fasi di monitoraggio e approvazione dei progetti sostenibili (Pesce, 2022).

La mancata democraticità nella delineazione di queste innovative competenze in seno agli organi dell'Unione è un tema ricorrente nell'analisi delle iniziative legislative, e non. La trasparenza nell'operato degli enti attori rimane il rimedio maggiormente accreditato alle problematicità illustrate.

⁴⁰ Nel 2007, la Banca europea per gli investimenti (BEI) ha dato il via al mercato dei green bond con l'emissione del primo green bond "use of-proceeds" al mondo, denominato Climate Awareness Bond (CAB). La quota dei CAB sul totale delle emissioni obbligazionarie della Banca è passata dall'1% nel 2007 al 10% nel 2020; e si prevede che crescerà ulteriormente nel contesto della Roadmap della BEI per il clima. Inoltre, dal 2015 è diventato un obiettivo strategico della Banca contribuire alla crescita del mercato dei green bond, fornendo transazioni liquide e viluppando la governance e gli standard di mercato. Dalla prima emissione di CAB della BEI, il mercato dei green bond è cresciuto in modo sostanziale. L'emissione cumulativa di green bond ha superato il traguardo critico di 1.000 miliardi di dollari nell'ottobre 2020, segnando una nuova era nei mercati dei capitali. (EIB, 2021, p. 1)

⁴¹ Articolo 226 TFUE: *“Nell'ambito delle sue funzioni, il Parlamento europeo, su richiesta di un quarto dei membri che lo compongono, può costituire una commissione temporanea d'inchiesta incaricata di esaminare, fatti salvi i poteri conferiti dai trattati ad altre istituzioni o ad altri organi, le denunce di infrazione o di cattiva amministrazione nell'applicazione del diritto dell'Unione, salvo quando i fatti di cui trattasi siano pendenti dinanzi ad una giurisdizione e fino all'espletamento della procedura giudiziaria. La commissione temporanea d'inchiesta cessa di esistere con il deposito della sua relazione. Previa approvazione del Consiglio e della Commissione, il Parlamento europeo, di sua iniziativa, deliberando mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, fissa le modalità per l'esercizio del diritto d'inchiesta”*.

3.3.2 Le National Promotional Banks

Le National Promotional Banks (NPB) sono state definite in prima battuta dalla Commissione in una Comunicazione del 2015⁴², alla luce della quale si evince come per NPB si intenda “*un'entità giuridica che espleta attività finanziarie su base professionale, cui è stato conferito un mandato da uno Stato membro o da un'entità dello Stato membro, a livello centrale, regionale o locale, per svolgere attività di sviluppo o di promozione, conformemente all'articolo 2, punto 3, del regolamento relativo al FEIS*”⁴³. Questa definizione comprende banche nazionali di promozione di forme molto diverse, dato che possono essere offerti prodotti promozionali distintivi in base alle esigenze specifiche di ogni singolo paese. Spetta ai singoli Stati membri decidere se istituire una banca nazionale di promozione, e stabilirne la natura e la forma” (Commissione, 2015, par. 2). Di fatto, la principale ragione posta come motivazione alla istituzione di una banca di promozione attiene alla volontà di mitigare il fenomeno dei fallimenti del mercato, i quali portano ad una riduzione degli investimenti e ad un generale rallentamento della crescita economica. Conseguentemente, un istituto dal mandato pubblico ha più margini di manovra nella risoluzione dei fallimenti di mercato rispetto ad un ente privato. Parte dei fallimenti di mercato può essere effettivamente risolta tramite lo strumento delle banche di promozione, poiché le stesse andrebbero ad incrementare l’offerta di investimenti proprio nei settori in cui si rivelano carenze (come nel settore della transizione e dei progetti di investimento sostenibili).

Le risorse delle NPB costituiscono quindi risorse statali ai sensi dell'articolo 107 TFUE⁴⁴

⁴² European Commission, “Working Together for Jobs and Growth: The Role of National Promotional Banks (NPBs) in Supporting the Investment Plan for Europe”, COM (2015) 361 final del 22/7/2015

⁴³ Ossia il Regolamento (UE) 2015/1017 relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici, dove all’articolo 2 punto 3 leggiamo: “«banche o istituti nazionali di promozione», le entità giuridiche che espletano attività finanziarie su base professionale, cui è stato conferito un mandato da uno Stato membro o da un'entità di uno Stato membro, a livello centrale, regionale o locale, per svolgere attività di sviluppo o di promozione”.

⁴⁴ Art. 107 TFUE: “1. Salvo deroghe contemplate dai trattati, sono incompatibili con il mercato interno, nella misura in cui incidano sugli scambi tra Stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsino o minaccino di falsare la concorrenza. 2. Sono compatibili con il mercato interno: a) gli aiuti a carattere sociale concessi ai singoli consumatori, a condizione che siano accordati senza discriminazioni determinate dall'origine dei prodotti; b) gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali; c) gli aiuti concessi all'economia di determinate regioni della Repubblica federale di Germania che risentono della divisione della Germania, nella misura in cui sono necessari a compensare gli svantaggi economici provocati da tale divisione. Cinque anni dopo l'entrata in vigore del trattato di Lisbona, il Consiglio, su proposta della Commissione, può adottare una decisione che abroga la presente lettera. 3. Possono considerarsi compatibili con il mercato interno: a) gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso, oppure si abbia una grave forma di sottoccupazione, nonché quello delle regioni di cui all'articolo 349, tenuto conto della

e i loro interventi si qualificano come aiuti di Stato se tutti gli altri criteri dell'art. 107 sono soddisfatti. La logica economica fondamentale delle NPB, ci ripetiamo, dovrebbe risiedere nella loro capacità di fornire finanziamenti in settori in cui i fallimenti del mercato portano ad una sotto offerta di finanziamenti da parte di operatori privati o in cui il mercato privato non interverrebbe affatto. Le norme comunitarie in materia di aiuti di Stato si basano sullo stesso principio, esse mirano a garantire che gli interventi delle NPB siano finalizzati a porre rimedio ai fallimenti del mercato e a contribuire in tal modo allo sviluppo economico e finanziario, evitando nel contempo di distorcere i mercati, escludere gli operatori privati o mantenere in vita le imprese che altrimenti sarebbero uscite dal mercato.

L'utilizzo delle NPB nella mobilitazione dei capitali privati potrebbe essere decisivo nell'ottica del perseguimento degli obiettivi posti dal Green Deal. L'azione delle NPB è tanto più mirata quanto più ampio risulta il coinvolgimento delle stesse a livello nazionale, infatti il loro intervento consente: il c.d. “*risk sharing*”, ossia la capacità di tenere sotto controllo il costo del capitale per gli investitori privati per il tramite di garanzie e condivisione dei rischi; lo sfruttamento dell' “effetto leva” sulle risorse dei fondi europei – pensiamo al fondo InvestEU, di cui le NPB fanno parte, cui il nuovo bilancio UE 2021-2027 dedica 10,5 miliardi di euro consentendo di erogare garanzie per 26,5 mld-; il perseguimento di investimenti di lungo periodo sia per il tramite di garanzie e finanziamenti diretti, ma anche attraverso numerosi strumenti finanziari; la circoscrizione dell'alveo dei finanziamenti ai soli e reali obiettivi sostenibili e l'innescare l'emulazione dei privati verso iniziative che il mercato, da sé, trascurerebbe. (Noera & Ainio, 2021).

La combinata azione tra la BEI e le NPB, dunque, è sempre stata volta alla correzione dei noti “fallimenti di mercato”⁴⁵, eppure assistiamo a come il loro ruolo si avvicini sempre

loro situazione strutturale, economica e sociale; b) gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro; c) gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse; d) gli aiuti destinati a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio, quando non alterino le condizioni degli scambi e della concorrenza nell'Unione in misura contraria all'interesse comune; e) le altre categorie di aiuti, determinate con decisione del Consiglio, su proposta della Commissione”.

⁴⁵ Riportando le parole di Lamandini M.: “Può essere, a questo punto, forse non del tutto inutile passare brevemente in rassegna alcuni dei principali fallimenti, di mercato e istituzionali, in materia di mercati finanziari [...]. Tra i fallimenti di mercato meritano menzione, tra gli altri, almeno quelli: a) della “veduta corta” e dunque degli effetti distorsivi determinati dall'adozione di paradigmi di comportamento di investimento o manageriali ispirati alla sola massimizzazione del profitto di breve termine; b) dell'eccesso di leva finanziaria e di indebitamento e, correlativamente, di manifesta inadeguatezza del capitale di

di più all'incentivare una transizione verde – grazie al loro fondamentale intervento negli investimenti sostenibili – veicolata dal loro mandato di diritto pubblico. Da sempre vi sono teorie contrapposte sulla necessità dell'intervento pubblico – in questo caso dell'investimento pubblico – come risposta necessaria alla consapevolezza che i mercati privati non possono fornire un risultato “socialmente ottimale”, ossia volto al lungo termine e all'interesse pubblico (Mazzucato & Penna, 2015, pp. 2-6) e teorie per cui tale intervento sia solo una reazione all'indebolimento della capacità dei governi di influenzare l'economia reale. In quest'ultimo senso si ritiene che l'aver attribuito tale preminente ruolo agli attori sopra menzionati possa portare all'emersione di uno “Stato di investimento europeo nascosto”, sottolineando la difficoltà di monitorare le attività delle banche promotrici che hanno procedure e processi decisionali tecnocratici e relativamente opachi (Mertens & Thiemann, 2019, pp. 23-38). In conclusione, l'ampliamento del mandato della BEI e delle NPB può essere sicuramente funzionale alla ricomprensione di molteplici obiettivi di sostenibilità, ma l'Unione e gli Stati non possono ricadere nell'errore di usare le Banche di Promozione come un sostituto delle spese statali. Parrebbe, allo stato attuale, una grande incomprensione sul concreto ruolo e mandato delle NPB: esse infatti sono sempre più sotto pressione per il raggiungimento di obiettivi “politici” in aree e zone meno sviluppate, seppur siano state primariamente fondate al fine di mobilitare finanziamenti privati per progetti ad alto valore aggiunto di pubblica utilità, quando il settore privato non è disposto a finanziarli. Infatti, se le operazioni delle NPB diventano eccessivamente rischiose in proporzione alla base di capitale pubblico, i mercati finanziari non offriranno alle banche gli stessi bassi tassi di finanziamento, vanificando l'obiettivo di abbassare il costo del capitale per far leva sugli investimenti privati e rendere i progetti più bancabili (Ferrer, 2018, pp. 326–331).

rischio; c) della “ibridazione” tra mercato bancario e mercato dei capitali per effetto della “resistibile” ascesa di un modello originate to distribute; d) dell'imprudente disallineamento delle scadenze nella gestione della liquidità; e) della complessiva sottovalutazione dei rischi sistemici nella valutazione sia interna sia da parte degli opinion makers del rischio di credito; f) della inadeguatezza funzionale del modello di gruppo per gestire in tempi di emergenza crisi di liquidità evitando fenomeni perversi sia di spill over e contagio sia di ring fencing; g) del “fallimento” del paradigma dell'investitore professionale o qualificato – al pari del wealthy individual – quale soggetto teoricamente capace di autoprotettersi per via contrattuale bilaterale nella relazione con l'industria finanziaria: emblematici in materia i casi sia dei derivati sottoscritti da enti locali o imprese piccole e medie sia degli investitori in fondi hedge o monetari” (Lamandini, 2021, pp. 137- 160).

3.4 La *Sustainable Finance Disclosure Regulation* e la *Corporate Sustainability Reporting Directive*

Uno dei fondamentali pilastri del Piano d’Azione Europeo lanciato dalla Commissione ed inserito nel Green Deal, secondo solo alla Tassonomia, è quello attinente agli obblighi di informativa al pubblico – la disclosure – per le imprese finanziarie. La Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) è un Regolamento europeo – il 2019/2088 – che richiede agli operatori finanziari – anche gli enti creditizi – di dichiarare il posizionamento dei loro prodotti rispetto al quadro generale imposto dalla Tassonomia UE. Infatti all’Articolo 1 del Regolamento 2019/2088: *“Il presente regolamento stabilisce norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l’integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari”*.

Una nuova prospettiva con cui interpretare il concetto di finanza sostenibile è proprio attraverso l’approccio dell’ *“impact investing”* riguardante investimenti in società, organizzazioni e fondi con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile, oltre a un ritorno finanziario (Mudaliar, Pineiro & Bass, 2016); ciò detto, il sistema di classificazione su cui si fonda la SFDR fornisce una serie di definizioni utili e un elenco di obblighi che gli attori finanziari devono rispettare, sia a livello di organizzazione che di singolo prodotto.

Per ciò che attiene ai singoli prodotti, i soggetti tenuti al rispetto del Regolamento sono chiamati a dichiarare a quale articolo, tra gli articoli 6 e 9, ciascuno dei loro prodotti è conforme.

I prodotti finanziari che dichiarano la loro conformità all'articolo 6 sono caratterizzati dall'assenza di obiettivi di sostenibilità. Per questi prodotti, è richiesto di fornire "trasparenza sull'integrazione dei rischi di sostenibilità" e una chiara spiegazione delle motivazioni nel caso in cui il prodotto in questione non consideri i relativi rischi di sostenibilità.

Per quanto riguarda l’Articolo 7, si richiede una maggiore “trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario” spostando dunque il focus non più sulla percezione del rischio, quanto piuttosto sul concreto realizzarsi di effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

Gli ultimi due articoli, invero, si concentrano su prodotti finanziari che presentano già la sostenibilità come una loro caratteristica: all'Articolo 8 si richiede la “trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell’informativa precontrattuale”, includendo tra le informazioni da comunicare sia come tali caratteristiche ambientali e sociali sono rispettate, sia informazioni relative agli indici di riferimento per tali caratteristiche; mentre all'articolo 9 si richiede la “trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali”, dichiarando sia la tipologia di obiettivo perseguita dall'investimento che le modalità con cui esso si ritiene raggiunto. Le critiche primariamente mosse a tale architettura non sono mancate e si sono prettamente concentrate sulla sfumata distinzione tra le categorie poste dalla SFDR. La confusione tra categorie, infatti, ha portato ad attribuire la caratteristica di fondo di investimento “green”, “ESG”, “sostenibile” anche a fondi la cui condotta non differisce affatto dai puri e semplici “for profit” fondi e questo rappresenta un chiaro ostacolo al raggiungimento dell'obiettivo di trasparenza sulla sostenibilità. Questa indeterminatezza è con ogni probabilità collegata sia alla diversa maturità della finanza sostenibile nei Paesi europei, sia al limitato impegno da parte delle istituzioni europee e nazionali per standardizzare la base di conoscenze sulla sostenibilità che gli attori finanziari devono acquisire per posizionarsi correttamente e perseguire intenzionalmente gli obiettivi di impatto. Il rimedio più accreditato torna ad essere la sempre maggiore consapevolezza della distinzione tra ciò che è realmente sostenibile e ciò che non lo è (Cremasco & Boni, 2022).

Per quanto attiene alla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), ossia la Direttiva (UE) n. 2022/2464, essa ha modificato la precedente Direttiva (UE) n. 2014/95 “Non-Financial Reporting Directive” (NFRD) e va letta alla luce della Sustainable *Financial Disclosure Regulation* (SFDR) nonché della Tassonomia UE. Per poter comprendere il contenuto della nuova direttiva entrata in vigore il 5 gennaio 2023 – seppur i tempi per conformarsi ad essa siano stati scaglionati sino al 2028 – è necessaria una indagine comparatistica con la precedente Non-Financial Reporting Directive (NFRD).

Il necessario emendamento della NFRD attraverso la più completa CSRD derivava dalla necessità di ampliare, innanzitutto, l'ambito di applicazione della stessa. Con l'attuale CSRD, infatti, la rendicontazione di sostenibilità – e non più “rendicontazione non finanziaria” – spetta a tutte le imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in

mercati regolamentati indipendentemente dalla loro dimensione, tranne le micro imprese; nonché a tutte le imprese di grandi dimensioni che soddisfino almeno due dei seguenti requisiti: a) un fatturato netto maggiore di Euro 40.000.000,00; b) un totale di bilancio superiore ad Euro 20.000.000,00; c) un numero di dipendenti superiore a 250. La previsione è che rispetto alle circa 11.700 società attualmente tenute alla rendicontazione, si arriverà a circa 49.000 di esse.

La Direttiva, riferendosi alla rendicontazione di sostenibilità, innanzitutto introduce un importante principio di “doppia materialità” alla luce del quale, le informazioni che saranno poi incluse nella Relazione sulla Gestione degli enti sottoposti a tali obblighi dovranno permettere la comprensione sia dell’impatto dell’impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché il modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull’andamento dell’impresa e sui suoi risultati (una cosiddetta prospettiva “inside-out”). Una rilevante novità riguarda la predisposizione da parte della CSRD dei principi di rendicontazione di sostenibilità incaricati di specificare le informazioni qualificate come: “prospettive, retrospettive, qualitative e quantitative” da fornire, attuando una divisione delle stesse proprio alla luce dei criteri ESG.

Infatti tali principi di rendicontazione di sostenibilità specificano (Parlamento Europeo & Consiglio, 2022) che le informazioni da fornire sono:

- Informazioni riguardanti i seguenti fattori ambientali – “Environment” –
 - la mitigazione dei cambiamenti climatici, anche per quanto riguarda le emissioni di gas a effetto serra;
 - l’adattamento ai cambiamenti climatici;
 - le risorse idriche e marine;
 - l’uso delle risorse e l’economia circolare;
 - l’inquinamento;
 - la biodiversità e gli ecosistemi.

- Informazioni riguardanti i seguenti fattori sociali e in materia di diritti umani – “Social” –
 - la parità di trattamento e le pari opportunità per tutti, comprese la parità di genere e la parità di retribuzione per un lavoro di pari valore;
 - la formazione e lo sviluppo delle competenze;
 - l’occupazione e l’inclusione delle persone con disabilità;

- le misure contro la violenza e le molestie sul luogo di lavoro, e la diversità;
 - le condizioni di lavoro, compresi l'occupazione sicura, l'orario di lavoro, i salari adeguati, il dialogo sociale, la libertà di associazione, l'esistenza di comitati aziendali, la contrattazione collettiva, i diritti di informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori, l'equilibrio tra vita professionale e vita privata, la salute e la sicurezza;
 - il rispetto dei diritti umani, delle libertà fondamentali, delle norme e dei principi democratici stabiliti nella Carta internazionale dei diritti dell'uomo e in altre convenzioni fondamentali delle Nazioni Unite in materia di diritti umani, compresa la convenzione delle Nazioni Unite sui diritti delle persone con disabilità, nella dichiarazione delle Nazioni Unite sui diritti dei popoli indigeni, nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro, nelle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro, nella convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, nella Carta sociale europea e nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea;
- Informazioni riguardanti i seguenti fattori di governance – “Governance” –
 - il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e la loro composizione, nonché le loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o l'accesso di tali organi a tali competenze e capacità;
 - le caratteristiche principali dei sistemi interni di controllo e gestione del rischio dell'impresa, in relazione alla rendicontazione di sostenibilità e al processo decisionale;
 - l'etica aziendale e la cultura d'impresa, compresi la lotta contro la corruzione attiva e passiva, la protezione degli informatori e il benessere degli animali;
 - le attività e gli impegni dell'impresa relativi all'esercizio della sua influenza politica, comprese le attività di lobbying;
 - la gestione e la qualità dei rapporti con i clienti, i fornitori e le comunità interessate dalle attività dell'impresa, comprese le prassi di pagamento, in particolare per quanto riguarda i ritardi di pagamento alle piccole e medie imprese.

Un fattore determinante rispetto alla NFRD riguarda l'introduzione – nella disclosure delle informazioni appena citate - di standard comuni di reporting, ossia gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS), per il tramite dell'European Financing Reporting Advisory Group (EFRAG)⁴⁶, incaricato dalla Commissione nella redazione degli stessi. Questo porterà a garantire l'avvertita esigenza di comparabilità, affidamento e analiticità che dovrebbe caratterizzare i dati forniti dagli enti sottoposti agli obblighi di rendicontazione (Fabio Magnoni, 2023).

In conclusione, nella Direttiva viene sentitamente richiesto agli Stati Membri di adottare prescrizioni che possano garantire la qualità della attestazione di conformità della rendicontazione di sostenibilità: ciò si esplica anche nella predisposizione di sanzioni per i revisori legali e le imprese di revisione contabile che effettuano revisioni legali dei conti; nonché in un nuovo panorama per le riflessioni attinenti alla responsabilità, ai doveri, alla diligenza e alla indipendenza degli amministratori (Grieco et al.,2021, pp.1-97).

4. Le nuove proposte all'orizzonte: la proposta di Direttiva “*Corporate Sustainability Due Diligence*” e la *Social Taxonomy*

L'avvio delle consultazioni in materia di “governance sostenibile” delle aziende è volta ad incrementare lo scarno framework regolamentare già esistente. Le imprese sono chiamate a rendersi responsabili e promotrici della visione a lungo termine e sostenibile dell'agire aziendale. Il Parlamento Europeo ha provveduto a formulare una risoluzione in materia di “Corporate Due Diligence”, richiedendo così alla Commissione di attivarsi per la realizzazione di un quadro normativo che contribuisca – in maniera più ostativa che mai - ad attribuire la responsabilità dei danni concretamente causati dalle condotte degli agenti societari e degli impatti negativi che la stessa catena produttiva genera. Tuttavia, dalla proposta delineata dal Parlamento, sfuma il fine espresso di creare un sistema preventivo piuttosto che repressivo.

⁴⁶ Dal sito: <https://efrag.org/> L'EFRAG è un'associazione privata fondata nel 2001 con l'incoraggiamento della Commissione europea per servire l'interesse pubblico. L'EFRAG ha esteso la sua missione nel 2022 a seguito del nuovo ruolo assegnatole nella CSRD, fornendo consulenza tecnica alla Commissione europea sotto forma di bozze di standard di rendicontazione di sostenibilità dell'UE. Le organizzazioni che ne fanno parte sono stakeholder europei, organizzazioni nazionali e organizzazioni della società civile. L'EFRAG sta implementando la struttura di governance del reporting di sostenibilità, compresi gli organi tecnici, con l'obiettivo di essere operativo entro la fine di marzo 2022. Il lavoro di definizione degli standard di rendicontazione di sostenibilità è svolto su base progettuale dalla Project Task Force on European Sustainability Reporting Standards (PTF-ESRS).

In secondo luogo, abbiamo già inquadrato il decisivo ruolo della Platform on Sustainable Finance dell'Unione Europea nella innovazione normativa sul piano della finanza sostenibile. Infatti, tra le varie proposte in merito, si stanno delineando le direttrici di una Tassonomia Sociale (Social Taxonomy) accanto o ad emendamento dell'esistente Regolamento 852/2020.

La sfida maggiore nella redazione di una Tassonomia Sociale continua ad essere identificata nella creazione di metriche quantitative piuttosto che qualitative per la valutazione dell'impatto che gli investimenti di natura social possano apportare. Nei successivi paragrafi ci occuperemo separatamente dei profili critici di entrambe le proposte.

4.1 La proposta in materia di *Corporate Sustainability Due Diligence*

Nella relazione alla Proposta di Direttiva in materia di Corporate Sustainability Due Diligence assistiamo all'importanza assegnata alla “condotta” delle società in svariati settori dell'economia, al fine di ottenere l'auspicata realizzazione degli obiettivi di economia sostenibile. La personificazione di questi attori economici – primariamente aziende di grandissime dimensioni e a notevole impatto pubblico, come le banche – avviene attraverso la responsabilità nel dover mitigare tutti gli impatti ipotizzabili, ipotizzati, potenzialmente causabili e causati dai medesimi. Il modello di “agire volontario”, finora intrapreso nel delineare le direttrici della condotta degli operatori, non ha portato i risultati tanto sperati ma, nel contempo, tanto criticati da chi sostiene che non sia il diritto societario l'area in cui quasi arbitrariamente imporre il cambiamento (Bebchuk & Tallarita, 2020, pp. 91 s.; Möslein, 2021, pp. 7-13).

La critica alla positivizzazione di obblighi di “due diligence”, tuttavia, non trova terreno fertile nell'attuale contesto europeo, dove è sempre più vivida la spinta e la necessità della promozione di un “agire d'impresa” in simbiosi perfetta con la tutela dei diritti umani, dell'ambiente e della sostenibilità *lato sensu*.⁴⁷

La Proposta, dunque, appare come il risorgimento di una *lex mercatoria* dove è la stessa esigenza di sviluppo sostenibile a spingere verso l'armonizzazione degli obblighi di

⁴⁷ Basti pensare alle leggi introdotte da Germania (Sorgfaltspflichtengesetz, 2021) e Francia (Loi relative au devoir de vigilance, 2017) in relazione alla diligenza e alle obbligazioni di vigilanza, volti a prevenire i rischi di gravi abusi dei diritti umani e dell'ambiente da parte delle società più grandi.

diligenza nel mercato unico al fine di consentire l'insediamento di una coscienza economica che sia anche etica.

L'integrazione del dovere di diligenza nelle politiche di governance societaria, a norma dell'articolo 5 della Proposta, dovrebbe avvenire attraverso la presenza di precisi elementi: "a) la descrizione dell'approccio della società al dovere di diligenza, anche a lungo termine; b) il codice di condotta che illustra le norme e i principi cui devono attenersi dipendenti e filiazioni della società; c) la descrizione delle procedure predisposte per l'esercizio del dovere di diligenza, comprese le misure adottate per verificare il rispetto del codice di condotta, giungendosi fino ai rapporti d'affari consolidati. Le adeguate misure conformi al rispetto del dovere di diligenza delle società devono tenere in considerazione tre passaggi fondamentali, che potremmo definire come "pilastri": un primo relativo alla individuazione degli impatti negativi effettivi e potenziali sui diritti ambientali e umani causati dalle proprie attività tra cui, anche ma non solo, l'attività di prestazione di servizi finanziari o di credito da parte dalle imprese finanziarie regolamentate; un secondo pilastro relativo alla prevenzione degli impatti negativi potenziali che sono stati o avrebbero dovuto essere individuati; fino a giungere al terzo pilastro sull'arresto degli impatti negativi effettivi, che sono stati o avrebbero dovuto essere individuati, attraverso o la neutralizzazione dell'impatto o la minimizzazione della sua entità.

Volendo meglio indagare le misure relative all'arresto degli impatti negativi, oggetto di contrasti potrebbe risultare la previsione contenuta al paragrafo 6 dell'articolo 8 della citata proposta.

Secondo la disposizione in esame, qualora l'impatto negativo che risulti impossibile arrestare o minimizzare derivasse da un nuovo o esistente rapporto contrattuale la società dovrebbe o sospendere temporaneamente le relazioni commerciali con il partner in questione o addirittura arrivare alla cessazione del rapporto di affari se l'impatto è considerato grave.

Questa previsione pone evidenti problematiche nell'ambito della autonomia e libertà contrattuale, una delle questioni maggiormente dibattute dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana.

Nel panorama italiano, infatti, la libertà contrattuale è sancita dall'articolo 1322 del Codice Civile⁴⁸ e tale principio, inoltre, si riconduce per analogia al dettato costituzionale degli articoli 41 e 42 della Costituzione⁴⁹ sulla libertà di iniziativa economica privata.

Seppur le libertà garantite in Costituzione non sono del tutto prive di limitazioni, soprattutto quando entrano in gioco ulteriori valori di cui è necessario il rispetto e la tutela, come nel caso della utilità sociale – si veda la storica sentenza della Corte Costituzionale del 27 febbraio 1962 n. 7, la quale ha consentito che *“l'imposizione di condizioni restrittive per lo svolgimento dell'autonomia contrattuale, [...] può consentire la modifica o l'eliminazione di clausole di contratti in corso quando esse si rivelino contrastanti con l'utilità sociale”* – una previsione alla luce della quale sia possibile cessare dei rapporti di affari qualora gli stessi generino delle ripercussioni negative secondo dei criteri e degli standard non ben precisati, rende necessaria un'attenta riflessione sul tema in sede di eventuale recepimento di tale disposizione.

Tornando alla disanima del progetto di Direttiva, una componente importante della stessa riguarda l'ambito della vigilanza e delle sanzioni.

Viene sancita la predisposizione, da parte di ciascuno Stato Membro, di un'autorità di controllo – ex articolo 17 – che si occupi della vigilanza sul rispetto degli obblighi sia in materia di dovere di diligenza, ma anche in relazione alla fissazione del piano sulla transizione ad un'economia sostenibile come da articolo 15⁵⁰. Le autorità in questione

⁴⁸ Articolo 1322 Codice Civile - Autonomia contrattuale - : *“Le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge e dalle norme corporative. Le parti possono anche concludere contratti che non appartengano ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico”*.

⁴⁹ Articolo 41 della Costituzione Italiana – come modificato dalla legge costituzionale dell'11 febbraio 2022 n.1: *“L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali”*.

Art. 42 della Costituzione Italiana: *“La proprietà è pubblica o privata. I beni economici appartengono allo Stato, ad enti o a privati. La proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti. La proprietà privata può essere, nei casi preveduti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale. La legge stabilisce le norme ed i limiti della successione legittima e testamentaria e i diritti dello Stato sulle eredità.*

⁵⁰ Notevolmente d'impatto risulta la rubrica dell'Articolo 15 “Lotta al cambiamento climatico”, alla luce del quale gli Stati membri provvedono a che: *“ciascuna società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), e all'articolo 2, paragrafo 2, lettera a), adotti un piano atto a garantire che il modello di business e la strategia aziendale perseguiti siano compatibili con la transizione a un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 °C in conformità dell'accordo di Parigi. Il piano indica in particolare, sulla base delle informazioni di cui la società può ragionevolmente disporre, la misura in cui i cambiamenti climatici rappresentano un rischio per le attività della società ovvero un loro possibile impatto. 2.Gli Stati membri provvedono a che la società includa nel piano obiettivi di riduzione delle emissioni se i cambiamenti climatici sono indicati, o avrebbero dovuto essere indicati, come rischio primario per le attività che svolge o come loro impatto primario. 3.Gli Stati membri assicurano che*

sono dotate di poteri incisivi che spaziano dal richiedere informazioni e svolgere indagini ad imporre sanzioni pecuniarie e ordinare la cessazione delle violazioni.

Il profilo maggiormente rilevante riguarda la possibilità sancita dall'articolo 19 per ciascuna persona fisica o giuridica di trasmettere all'autorità di controllo in questione una segnalazione circostanziata se ha motivo di ritenere che una società non rispetti le disposizioni nazionali di recepimento della Direttiva.

L'ampiezza di tale potere di segnalazione è evidente, infatti è possibile per qualsiasi soggetto – estendendo dunque la possibilità di segnalazione ben oltre la sfera degli “stakeholders” – adire l'autorità competente prescindendo dall'esistenza di un danno effettivo e subito.

Tale potere concesso a *qualsiasi* persona fisica e giuridica si fonda sul mero interesse a che la società rispetti le disposizioni di recepimento della presente direttiva, ed è inoltre capace di generare l'attivazione dell'autorità competente, la quale potrà reagire alla violazione anche attraverso le sanzioni.

Inoltre, la violazione degli obblighi di prevenzione e arresto -ex art. 7 e 8 – rendono la società assoggettabile a responsabilità civile per i danni cagionati dalle relative inadempienze⁵¹.

In conclusione, il sistema di enforcement delineato nella proposta di direttiva risulta essere parecchio incisivo soprattutto in un panorama europeo ancora caratterizzato da una limitata apertura della giurisprudenza delle Corti Europee alla legittimazione ad agire da parte di portatori di interessi quali azionisti, stakeholders e persone fisiche.

I dubbi maggiori sono sorti sulla complessa strutturazione del sistema di vigilanza e repressione proprio perché potrebbero quasi esulare dallo scopo della Direttiva stessa, che ricordiamo essere fondata sulla necessità di delineare il dovere di diligenza alla luce delle nuove spinte verso l'economia sostenibile. Eppure, se il legislatore europeo si è spinto sino alla introduzione di tali presidi, probabilmente è perché non ha ritenuto bastevoli i rimedi già esistenti per sopperire alle violazioni in materia di obblighi di diligenza (Mosco & Felicetti, 2022, pp. 185-211).

ciascuna società tenga debitamente conto dell'adempimento degli obblighi di cui ai paragrafi 1 e 2 nel fissare la remunerazione variabile, se la remunerazione variabile è collegata al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società”.

⁵¹ All'Articolo 22 la rubrica “Responsabilità civile” non lascia dubbi sulla responsabilità della società in caso di danni se la stessa: “a) non ha ottemperato agli obblighi imposti dagli articoli 7 e 8 e b) a seguito di tale inadempienza si è verificato un impatto negativo che avrebbe dovuto essere individuato, prevenuto, attutito, arrestato o minimizzato nell'entità mediante le misure adeguate previste agli articoli 7 e 8, e che ha causato danni.”

4.2 La proposta per una *Social Taxonomy*

Il 28 Febbraio 2022 la Platform on Sustainable Finance⁵² (Piattaforma per la finanza sostenibile) ha pubblicato un Final Report sulla possibilità di introdurre una Tassonomia Sociale.

Al fine di poter realizzare una Social Taxonomy, si è ritenuto punto di partenza necessario la Tassonomia introdotta dal Regolamento 852/2020 (vedi paragrafo 2.2) incentrata maggiormente, se non esclusivamente, sul perseguimento di obiettivi ambientali. L'obiettivo, infatti, attiene alla possibilità per gli investitori di poter scegliere in che modo indirizzare le proprie risorse, ossia verso fondi "green", verso fondi "social" o verso entrambi e per raggiungere tale fine è necessario un adeguato grado di comparazione tra ciò che è possibile considerare in linea con la Tassonomia già introdotta, con la "Social Taxonomy" e con entrambe. Un tale grado di comparazione appare possibile solo attraverso un simile sistema di classificazione.

Il processo per giungere alla redazione della Social Taxonomy, dunque, dovrebbe essere strutturato secondo i seguenti punti: a) delineare gli "obiettivi sociali"; b) delineare le azioni concrete per il raggiungimento di tali obiettivi; da ultimo c) elaborare dei criteri non dissimili dal principio di "non arrecare un danno significativo", per il corretto perseguimento degli obiettivi senza che possa andare a discapito degli altri.

La delimitazione degli obiettivi sociali parte da esistenti principi e norme internazionali fissati in documenti quali – a titolo di esempio - la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea o ancora la Convenzione Europea sui Diritti Umani.

L'ampio spettro di materie ricomprende: diritti dei lavoratori; protezione sociale ed inclusione; non discriminazione; il diritto all'assistenza sanitaria, alla abitazione, all'educazione; assistenza nell'eventualità di disoccupazione; protezione dei consumatori; società pacifiche e inclusive; lotta alla corruzione e all'evasione fiscale. Data l'interdipendenza di questi diritti, si è ritenuto che il modo migliore per articolarli all'interno di una Tassonomia Sociale, fosse quello di introdurre i tipi di stakeholders che i differenti tipi di attività economiche influenzano: i) lavoratori; ii) consumatori;

⁵² La Piattaforma per la Finanza Sostenibile è un organo consultivo fondato sulla base dell'articolo 20 della Tassonomia europea i cui compiti principali sono rappresentati dalla consulenza sull'applicazione della Tassonomia e del più ampio quadro della finanza sostenibile; dalla consulenza sui criteri tecnici di screening della tassonomia; dal monitoraggio dei flussi di capitale verso gli investimenti sostenibili e dalla possibilità di modifica e aggiornamento della Tassonomia stessa.

iii) comunità e società affette sia direttamente che indirettamente.

Per ciò che attiene le tipologie di contributo sostanziale (b) che possono essere adoperate nel raggiungimento degli obiettivi come sopra delineati, esse possono essere elencate come di seguito:

i) Evitare e fronteggiare gli impatti negativi:

- mirando sia a settori ad alto rischio con documentate violazioni dei diritti umani e del lavoro rilevanti per l'obiettivo, sia a settori che hanno minori probabilità di contribuire agli obiettivi del pilastro sociale europeo.

ii) Rafforzare gli impatti positivi intrinseci di beni e servizi sociali e infrastrutture economiche di base:

- mirando e “targhetizzando” i settori dei beni e servizi sociali che forniscono beni e servizi per le esigenze umane di base e infrastrutture economiche di base di diretta rilevanza per il diritto a un adeguato tenore di vita.

iii) Investire sulle attività abilitanti⁵³:

- si tratta di quelle attività economiche hanno il potenziale per consentire una sostanziale riduzione dei rischi in altri settori, sottendendo che anche queste attività dovrebbero essere classificate.

L'organizzazione in questione dei contributi sostanziali procede secondo la consapevolezza per cui vi sono determinate attività che di per se stesse non apportano benefici sociali e dunque, sulle stesse, è necessario un lavoro di mitigazione del rischio di impatto negativo; in secondo luogo, invece, vi sono attività direttamente benefiche per gli obiettivi stabiliti nella futura Tassonomia Sociale e dunque l'attenzione qui viene riposta nel incrementare gli impatti positivi delle stesse; in terzo luogo le attività abilitanti sono necessarie ad entrambe le tipologie di attività. Questi tre aspetti si rivelano cruciali per l'implementazione del progetto di Regolamento.

Quanto alla applicazione del principio di non causare un danno significativo (c) anche in questo settore, possiamo statuire che esso avrebbe un ruolo non dissimile da quello che riveste nella Tassonomia.

⁵³ Sulla falsa riga delle “enabling activities” della Tassonomia “green” all'Articolo 16.

Di fatti la rubrica dell'Articolo “Attività abilitanti” presenta il contenuto definitorio della norma per cui: *“Si considera che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale a uno o più degli obiettivi ambientali enunciati all'articolo 9 se consente direttamente ad altre attività di apportare un contributo sostanziale a uno o più di tali obiettivi, a condizione che: a) non comporti una dipendenza da attivi che compromettono gli obiettivi ambientali a lungo termine, tenuto conto della vita economica di tali attivi; e b) abbia un significativo impatto positivo per l'ambiente, sulla base di considerazioni relative al ciclo di vita”*.

La applicazione del principio dovrebbe comunque essere calibrata alla luce della maggior frammentarietà degli obiettivi e sub-obiettivi sociali, rispetto a quelli ambientali, e dunque assumere un'ottica maggiormente trasversale.

Le metodologie che, nella applicazione della Tassonomia “verde”, si sono ipotizzate per valutare se una attività leda o meno il principio del non arrecare un danno significativo – per esempio nel PNRR⁵⁴ - sono quelle dell'approccio semplificato e quello dell'analisi approfondita: il primo approccio valuta se per ciascuno degli obiettivi stabiliti in Tassonomia l'attività in questione abbia un impatto prevedibile nullo o trascurabile, se la valutazione è negativa si procede ad analizzare se la misura/attività risulta sostenere al 100% o a contribuire in maniera sostanziale agli obiettivi; qualora anche in questo caso la valutazione risulti essere negativa si procede al secondo approccio – che potremmo definire “fase 2” – alla luce del quale occorrerà intraprendere una valutazione di fondo e più approfondita del possibile “danno significativo” in relazione a quelle attività che presentano un maggior rischio di incidere sugli obiettivi (Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2021).

Questo approccio potrebbe risultare eccessivamente semplicistico in relazione ad obiettivi sociali che spesso sono soggetti ad un regime di “tolleranza zero”, legalmente parlando, divenendo così difficile delineare da parte degli operatori privati dei contributi sostanziali alla mitigazione dei relativi rischi.

In conclusione la creazione di una Tassonomia Sociale contiene in sé delle sfide più complesse da gestire rispetto a quelle affrontate nella stesura del Regolamento 852/2020, tra cui l'impossibilità di dare delle basi puramente scientifiche nella redazione dei criteri per la Tassonomia Sociale, diversamente dal ruolo che invece la scienza riveste nella Tassonomia ambientale; o ancora costruire la Tassonomia Sociale sulla base della distinzione tra i benefici sociali intrinseci e i benefici aggiuntivi che un'attività economica può fornire e da ultimo sviluppare criteri quantitativi per il raggiungimento di obiettivi sociali piuttosto che puramente qualitativi. (Platform on Sustainable Finance, 2022)

⁵⁴ Dalla “Guida operativa per il rispetto del principio di non arrecare danno significativo all'ambiente” elaborata dal Ministero dell'Economia e della Finanza si legge come: “*il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Regolamento UE 241/2021) stabilisce che tutte le misure dei Piani nazionali per la ripresa e resilienza (PNRR) debbano soddisfare il principio di “non arrecare danno significativo agli obiettivi ambientali”. Tale vincolo si traduce in una valutazione di conformità degli interventi al principio del “Do No Significant Harm” (DNSH), con riferimento al sistema di tassonomia delle attività ecosostenibili indicato all'articolo 17 del Regolamento (UE) 2020/852.*”

CAPITOLO II - IL MANDATO DELLE BANCHE CENTRALI E LA “SUITABILITY” DELLE TEMATICHE DI SOSTENIBILITÀ: IL DISSIDIO TRA POLITICA MONETARIA E POLITICA ECONOMICA ALLA LUCE DELLA GIURISPRUDENZA DELLA CORTE DI GIUSTIZIA DELL’UNIONE EUROPEA

SOMMARIO: 1. *Climate change* e rischi per le banche centrali: rischi fisici e di transizione – 2. L’oggetto del mandato delle banche centrali: il ruolo della lotta al cambiamento climatico – 2.1. La prospettiva storica – 2.2. La prospettiva comparatistica - 2.2.1. I mandati delle Banche Centrali con riferimento diretto alla “sostenibilità” - 2.2.2. Il caso della Federal Reserve: un mandato privo di riferimenti diretti o indiretti alla “sostenibilità” – 2.2.3. Il caso del Sistema Europeo di Banche Centrali: il mandato con riferimento indiretto alla “sostenibilità” – 3. Il Sistema Europeo di Banche Centrali: le caratteristiche istituzionali della BCE e le influenze della partecipazione al Meccanismo di Vigilanza Unico sul suo mandato - 3.1 Politica economica e politica monetaria: *Pringle, Gauweiler e Weiss* e l’identificazione del mandato della BCE – 3.1.1. (Segue) Il caso *Pringle* – 3.1.2. (Segue) Il caso *Gauweiler* – 3.1.3. (Segue) Il caso *Weiss* – 4. Conclusioni e spunti di riflessione

1. *Climate change* e rischi per le banche centrali: rischi fisici e di transizione

La centralità del sistema finanziario si rivela anche quando parliamo di rischi climatici. Le due tipologie di rischi che influenzano maggiormente le attività economiche e, di conseguenza, il sistema finanziario sono i rischi fisici e i rischi di transizione.

L’individuazione di tali rischi, nonché le prospettive di mitigazione degli stress, sono state le prime attività intraprese da parte delle Banche Centrali nell’alveo di tutte le potenziali iniziative d’avvicinamento alla realizzazione di una economia sostenibile.

Venendo ad analizzare le singole categorie di rischio possiamo partire dalla indicazione dei rischi fisici, quali rischi strettamente connessi non solo ad avvenimenti metereologici estremi, ma anche a mutamenti inevitabili e gradualmente del clima.

Nell’ambito delle due fattispecie appena menzionate, infatti, i rischi fisici si declinano rispettivamente in rischi “acuti”, quando causati da eventi che hanno una bassa probabilità di realizzarsi ma con un elevatissimo impatto sui territori colpiti (alluvioni, uragani, ondate di calore ecc.); rischi “cronici”, quando provocati dal progressivo mutamento delle condizioni climatiche (come aumento delle temperature, annullamento della biodiversità, scarsità di risorse ecc.).

In definitiva, i rischi fisici sono strettamente collegati ad una inerzia dell'agire nel senso della mitigazione dei cambiamenti climatici e dell'adattamento agli stessi.

Volendo riferirci a come gli intermediari finanziari, nello specifico, sono influenzati dai rischi fisici, possiamo menzionare un coinvolgimento di tipo “diretto” ed “indiretto”: infatti, nel primo senso, le catastrofi ambientali potrebbero colpire direttamente la filiale di un istituto bancario non permettendone l'operatività; nel secondo senso, qualora i medesimi eventi dovessero colpire i debitori – persone fisiche e giuridiche – delle banche, indubbiamente l'incapacità di adempiere alle proprie obbligazioni ricadrebbe sui bilanci dei medesimi istituti creditizi.

Lo scenario, così delineato, si apre su numerosissime conseguenze concatenate che vanno: da un restringimento della erogazione del credito da parte delle banche nei confronti di soggetti collocati in territori a rischio; alla riduzione significativa delle garanzie prestate al fine dell'ottenimento del credito, data la sottrazione di risorse in capo al singolo individuo – persona fisica o impresa – per fronteggiare le dannose conseguenze delle catastrofi ambientali; fino all'azzeramento del valore di azioni ed obbligazioni delle imprese danneggiate, con conseguenti perdite per gli intermediari finanziari che ne detengono i titoli nei loro portafogli.

Seppur questi scenari possano – invero per disonestà intellettuale - sembrare remoti, improbabili o non anticipabili, molteplici studi assimilano questi scenari allo spettro della “realtà” piuttosto che a quello della “probabilità”. Guardando solamente ai dati italiani, un interessante studio di Giorgio Meucci e Francesca Rinaldi (2022, pp.5-26) si è servito di due fonti di informazioni per la valutazione dei rischi fisici e del loro impatto: il National Plan for Adaptation to Climate Change (NPACC)⁵⁵ e l'Italian Institute for Environmental Protection and Research (ISPRA)⁵⁶. La prima fonte considera tutte le

⁵⁵ Dal sito del Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica: “*Il Piano Nazionale di Adattamento ai Cambiamenti Climatici (PNACC) è uno strumento di pianificazione nazionale per supportare le istituzioni nazionali, regionali e locali nell'individuazione e nella scelta delle azioni di adattamento più efficaci a seconda del livello di governo, del settore di intervento e delle specificità del contesto, favorendo l'integrazione dei criteri di adattamento nei processi e negli strumenti di pianificazione. Nello specifico, il PNACC fornisce una base comune di dati, informazioni e metodologie di analisi utile alla definizione dei percorsi settoriali e/o locali di adattamento ai cambiamenti climatici allo scopo di contenere la vulnerabilità agli impatti dei cambiamenti climatici, ad aumentare la resilienza agli stessi e a migliorare le possibilità di sfruttamento di eventuali opportunità*”. <https://va.mite.gov.it/it-IT/Comunicazione/DettaglioDirezione/3724>

⁵⁶ L'Italian Institute for Environmental Protection and Research (Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca ambientale - ISPRA) è stato fondato col Decreto n. 112 del 25 giugno 2008, convertito in Legge n. 133 del 21 agosto 2008. L'Istituto opera sotto la vigilanza e l'indirizzo del Ministero dell'Ambiente e delle Tutela del Territorio e del Mare. L'Istituto contribuisce a rafforzare la presenza del sistema delle agenzie nazionali di protezione ambientale nel contesto della cooperazione internazionale.

principali tipologie di rischio fisico, utilizzando una approssimazione provinciale per la valutazione dell'esposizione al rischio; mentre la seconda fonte utilizza una misurazione maggiormente granulare del rischio fisico, concentrandosi solo su un sottoinsieme di potenziali shock (frane e alluvioni).

L'analisi condotta a livello provinciale mostra come i prestiti alle imprese situate in province caratterizzate da rischi fisici "elevati" o "molto elevati" – considerando una scala a cinque livelli di rischio – costituiscono il 28% dei prestiti in essere alle imprese. Se invece consideriamo la classificazione più granulare proposta dall'ISPRA, ci viene fornita la precisa porzione di territorio a rischio per ogni comune, evitando, dunque, la sovrastima del rischio come nella classificazione provinciale.

Eppure, in entrambe le metodologie di analisi troviamo che la localizzazione della garanzia fisica e del mutuatario per ciò che riguarda l'attività creditizia si sovrappongono per la maggior parte dei prestiti garantiti, inducendo una forte correlazione tra l'esposizione diretta al prestito e quella attraverso la garanzia. Pertanto, il potenziale di mitigazione offerto dalle garanzie reali è drasticamente ridotto e risulta essere di fondamentale importanza valutare il canale creditizio alla luce degli impatti che i rischi fisici avranno non solo sul singolo ma anche nel versante macroprudenziale (Bernardini et al., 2021, pp. 27-28).

Venendo ai rischi di transizione, essi trovano la loro fonte in un repentino reindirizzamento verso un'economia sostenibile e a basse emissioni di carbonio. Seppur sia pienamente auspicabile il raggiungimento di un'economia che non impatti sull'ambiente, la mancanza di una adeguata pianificazione e, conseguentemente, l'immediato annullamento di tutte le attività legate all'industria delle risorse fossili provocherebbe degli effetti dirompenti sul sistema finanziario.

Come dimostrato da uno studio del Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS, 2022, pp. 25-29)⁵⁷ la transizione verso un'economia sostenibile, principalmente attraverso l'allontanamento dalla intensa produzione di combustibili fossili, richiede un passaggio significativo verso alternative "a zero impatto" in diversi settori quali: i trasporti, l'industria, la fornitura di energia,

⁵⁷ Il Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) viene fondato nel dicembre 2017 in occasione del "One Planet Summit" di Parigi da otto banche centrali e autorità di vigilanza (ricordiamo la Banca Nazionale Svizzera, la Banca d'Inghilterra e la Banca Centrale Europea). L'obiettivo del Network risiede nel rafforzare l'impegno verso gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, oltre che monitorare il ruolo del sistema finanziario nella mobilitazione dei capitali verso investimenti "green" e nella gestione dei rischi derivanti dal cambiamento climatico.

Per riferimenti: <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> .

l'edilizia, l'agricoltura, la selvicoltura e gli altri usi del suolo.

Lo studio si occupa di indicare una serie di indicatori chiave/interventi che possano portare al raggiungimento degli obiettivi di transizione cercando di mantenere stabile il livello di rischio della transizione stessa, a titolo di esempio possiamo citare:

- La possibilità di utilizzo nelle politiche di investimento delle banche del “prezzo ombra del carbonio o *Shadow Carbon Price - SCP*”⁵⁸.

Ipotizzando un simile scenario, più elevati livelli di SCP nella valutazione del credito potrebbero essere utilizzati come mezzo per promuovere tra le aziende, le istituzioni e gli altri stakeholder, i benefici di questa transizione.

Il risultato sarebbe quello di permettere lo spostamento di maggiori risorse verso progetti sostenibili, consentendo così di de-prioritizzare i progetti ad alte emissioni. Il vantaggio di un SCP utilizzato in modo intensivo sarà quello di consentire una maggiore cautela nell'implementazione di misure dirette sul prezzo del carbonio, che potrebbero danneggiare particolari settori o le attività economiche in generale, soprattutto se attuate troppo rapidamente senza concedere alle imprese un periodo di tempo adeguato per adattarsi. L'SCP consente un'internalizzazione degli effetti della normativa nel modello di business aziendale prima ancora dell'entrata in vigore della normativa, il che significa una transizione più moderata per le aziende, con costi ridotti rispetto a quelli che potrebbero derivare da un improvviso cambiamento dei regolamenti o di un aumento della carbon tax (Espinosa García, 2018, pp. 16-19).

- La velocità e la tempistica della transizione dipendono dalla disponibilità e dall'impiego di varie forme di rimozione dell'anidride carbonica. Sono necessari ingenti investimenti per finanziare le tecnologie CDR (*Carbon Dioxide Removal*), investimenti concretamente sostenibili solo da operatori quali le banche anche attraverso l'emissione di obbligazioni verdi⁵⁹, ad esempio.

⁵⁸ Cfr. “*Shadow Carbon Pricing and the Role of Development Banks*”, Cesar Garbiel Espinosa García. Alla luce del fatto per cui i governi potrebbero incrementare notevolmente il prezzo del carbonio – immaginiamo tramite una *carbon tax* – le aziende dovrebbero anticipare il costo potenziale del carbonio per la loro attività. Per coprire questo rischio futuro, le aziende stanno iniziando a incorporare un ipotetico prezzo del carbonio nelle loro decisioni di investimento, un approccio che viene definito “prezzo ombra del carbonio” (SCP).

⁵⁹ I “Green Bond” sono gli strumenti maggiormente utilizzati per finanziare progetti ecologici e sostenibili. Infatti, il nome dell'obbligazione stessa mostra tale obiettivo principale. I proventi dei green bond consentono alle imprese di raccogliere capitali per progetti ecologici e progetti ecocompatibili, non senza alcuni costi. Gli investitori spesso esitano a investire in queste obbligazioni a causa della natura rischiosa dei progetti legati ai green bond. Molto spesso non vi è univocità nella definizione di questa tipologia di

- L'indirizzamento di ingenti flussi di investimenti verso la diffusione di massa e lo stoccaggio dell'"energia verde" in modo tale da progressivamente ridurre la quota di carbone all'interno dei mix energetici dal 28% nel 202, al 7% nel 2023 e fino ad arrivare allo 0% nel 2050, in ottemperanza della politica di "zero emissioni" del Green Deal europeo (NGFS, 2022, pp. 28-29).

titoli finanziari. Secondo i Green Bond Principles un green bond è "qualsiasi strumento obbligazionario in cui i proventi saranno utilizzati esclusivamente per finanziare o ri-finanziare, in tutto o in parte, nuovi e/o esistenti progetti verdi ammissibili". Secondo Bloomberg, i green bond sono titoli finanziari destinati a finanziare progetti per minimizzare l'impatto delle emissioni di gas serra (GHG). I proventi dei green bond, inoltre, sono destinati a finanziare progetti tecnologicamente avanzati per mitigare gli effetti negativi dell'industrializzazione in tutto il mondo. Il settore finanziario deve comprendere come gli obiettivi degli SDG (Obiettivi di Sviluppo Sostenibile) rimodellano le dinamiche dell'economia mondiale e richiedendo l'introduzione di strumenti finanziari unici per fornire capitali a progetti rispettosi dell'ambiente (Gianfrate & Peri, 2019, pp. 127-135). In teoria, i proventi dei green bond vengono utilizzati per progetti principalmente in fase nascente, non commercialmente validi (Sachs et al., 2019, pp. 5-7). In questo senso, le obbligazioni verdi sono diverse dagli altri bond convenzionali che potremmo definire come "brown". Questi ultimi sono comunemente utilizzati per finanziare progetti tradizionali che sono più redditizi Commerciali. L'investimento nei progetti verdi è rischioso e il rendimento di questi progetti è incerto rispetto ad altri progetti rispetto ad altri progetti tradizionali. Pertanto, esiste un notevole divario tra le esigenze di finanziamento e la disponibilità di finanziamenti per i progetti verdi. I green bond sono strumenti che possono aiutare a colmare il divario tra necessità e la domanda di questi finanziamenti e ridurre il deterioramento ecologico. (Bhutta U.S, 2022, p. 2).

Di seguito una tabella riassuntiva sui rischi climatici e ambientali prodotta dalla Banca Centrale Europea (BCE, 2020b, p. 13).

Tavola 1

Esempi di fattori di rischio climatici e ambientali

| Rischi interessati | Fisici | | Di transizione | |
|--|---|--|---|---|
| | Climatici | Ambientali | Climatici | Ambientali |
| | <ul style="list-style-type: none"> • Eventi meteorologici estremi • Condizioni meteorologiche croniche | <ul style="list-style-type: none"> • Stress idrico • Scarsità di risorse • Perdita di biodiversità • Inquinamento • Altro | <ul style="list-style-type: none"> • Politiche e regolamentazione • Tecnologia • Fiducia dei mercati | <ul style="list-style-type: none"> • Politiche e regolamentazione • Tecnologia • Fiducia dei mercati |
| Rischi di credito | Le stime della probabilità di default (PD) e della perdita in caso di default (loss given default, LGD) delle esposizioni verso settori o aree geografiche vulnerabili ai rischi fisici possono risentire, ad esempio, delle minori valutazioni delle garanzie reali nei portafogli immobiliari per effetto di un rischio di inondazioni più elevato. | | Gli standard di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e minore redditività, con la possibile conseguenza di una maggiore PD e della riduzione dei valori delle garanzie reali. | |
| Rischi di mercato | Gravi eventi fisici potrebbero determinare variazioni delle aspettative dei mercati e tradursi in un'improvvisa rivalutazione del rischio, maggiori volatilità e perdite per i valori delle attività in alcuni mercati. | | I fattori di rischio di transizione potrebbero generare l'improvvisa ridefinizione del prezzo di titoli e derivati, ad esempio per i prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili. | |
| Rischi operativi | L'operatività della banca potrebbe subire interruzioni a causa di danni materiali a immobili, filiali e centri di elaborazione dati a seguito di eventi meteorologici estremi. | | L'evoluzione della sensibilità dei consumatori riguardo ai temi climatici può indurre rischi reputazionali e di responsabilità legale per la banca a causa di scandali provocati dal finanziamento di attività controverse dal punto di vista ambientale. | |
| Altre tipologie di rischio (liquidità, modello imprenditoriale) | L'impatto sul rischio di liquidità può concretizzarsi nel caso in cui la clientela ritiri fondi dai propri conti per finanziare la riparazione dei danni. | | I fattori di rischio di transizione possono influire sulla sostenibilità economica di alcuni rami di attività e provocare un rischio strategico per determinati modelli imprenditoriali in mancanza della necessaria opera di adeguamento o diversificazione. L'improvvisa ridefinizione del prezzo dei titoli, causata ad esempio da attività non recuperabili, potrebbe ridurre il valore delle attività liquide di qualità elevata della banca, influenzando negativamente sulle riserve di liquidità. | |

Fonte: BCE.

2. L'oggetto del mandato delle banche centrali: il ruolo della lotta al cambiamento climatico

Indubbiamente uno dei più accesi dibattiti giuridico-economici dei nostri tempi riguarda un maggior coinvolgimento delle banche centrali nella lotta al cambiamento climatico. Alla luce del ruolo delle banche centrali nell'ambito della politica monetaria, le riflessioni si incentrano sulla possibilità di ampliare la capacità di azione delle stesse nell'obiettivo della transizione all'economia sostenibile. Infatti, è la medesima conduzione della politica monetaria a subire inevitabili cambiamenti: l'aumento dell'incidenza dei prodotti energetici, grazie alle politiche climatiche, porta necessariamente ripercussioni sul tasso di inflazione; i menzionati rischi fisici e di transizione si ripercuotono sul ciclo economico nonché sulla conduzione della medesima attività creditizia da parte degli operatori finanziari, considerando che di fatto il deterioramento della posizione finanziaria di numerosi agenti dovuto al clima ha ripercussione dirette sugli enti finanziatori.

Sebbene siano necessarie ulteriori ricerche empiriche per stimare appieno il grado di determinazione del prezzo dei rischi legati al clima, diversi fattori indicano che gli attori finanziari, nonostante abbiano iniziato a sviluppare metodologie appropriate, potrebbero ancora non disporre di tutte le informazioni necessarie per valutare l'esposizione dei loro portafogli ai rischi climatici (Campiglio et al., 2018, pp. 462-468).

L'introduzione di criteri di sostenibilità nelle politiche di investimento delle banche centrali è solo un primo accenno rispetto al vagliare la possibilità di includere, nelle azioni di una banca centrale, il delicato tema del contrasto alle negative ripercussioni del cambiamento climatico.

Per poter meglio analizzare eventuali scenari di adattabilità delle tematiche ambientali all'interno del mandato delle banche centrali, è necessario un primario esame dal punto di vista storico e comparatistico degli stessi mandati.

2.1. La prospettiva storica

Immaginare uno scenario in cui il mandato delle banche non possa essere soggetto a cambiamenti e innovazioni comporta l'adozione di una prospettiva prettamente irrealistica.

La storia delle banche centrali ha origini lontane nel tempo, basti pensare alla fondazione della Sveriges Riksbank nel 1668⁶⁰ e della Bank of England nel 1694⁶¹.

Il ruolo delle stesse, originariamente, era strettamente legato al sostentamento dei moderni stati nascenti e dunque il finanziamento di spese governative, di guerre nonché la gestione del debito pubblico; le stesse erano considerate come “banche di emissione” piuttosto che come banche centrali, una qualifica che inizierà a prendere piede solo a partire dal XIX secolo.

Una maggior delineazione del ruolo delle banche centrali avvenne con l'attribuzione alle stesse della gestione del “Gold Standard”⁶², ossia l'operazione procedurale di ancorare il valore della valuta di un paese ad una determinata quantità di oro (Bordo & Kydland, 1995, pp. 423-464). Tale operazione rappresenta la prima forma di politica monetaria,

⁶⁰ Si veda Fregert, K. (2018). Sveriges Riksbank: 350 Years in the Making. In R. Edvinsson, T. Jacobson, & D. Waldenström (Eds.), *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking* (Studies in Macroeconomic History, pp. 90-142). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/9781108140430.003 “*The constitutional status of the Riksbank as an authority under the Swedish parliament, the Riksdag, originally Riksens ständer (the nation's [four] estates), has been unchanged since its founding in 1668. This feature is almost unique among central banks, which normally are authorities under the executive government. It explains some traits in the development of the Riksbank, which may appear peculiar in an international context. The Riksbank's charter and a royal decree from 1668 established the Riksdag as the owner of the Riksbank, which was announced in its name Riksens Ständers Bank. The Instruments of government (regeringsformen, part of the constitution) of 1772 (§55), 1809 (§72), and 1974 (§13) guarantee the Riksbank's status as an authority under the Riksdag. This status was seen in 1668 as a guarantee for the independence of the Riksbank from the government. How to regulate and at times circumscribe this independence has been a leitmotif of the life of the Riksbank during all of its history*”.

⁶¹ Si veda Goodhart, C. (2018). The Bank of England, 1694–2017. In R. Edvinsson, T. Jacobson, & D. Waldenström (Eds.), *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking* (Studies in Macroeconomic History, pp. 143-171). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/9781108140430.004: “*The Bank of England was established in 1694, by Act of Parliament, as a private joint stock, limited liability, company, with a Charter subject to periodic renewal and renegotiation. Each such occasion provided an opportunity for the Government of the day to try to extort further favourable financing. On the other hand the Bank's privileges and its role as the Government's preferred bank gave it a pre-eminent position amongst all other commercial banks in England and Wales, and its note circulation and deposits soon became large, prior to the second half of the nineteenth century, both as a proportion of GDP and in relation to the broad money stock*” (pp. 145-146).

⁶² Si veda Brodo M., Kydland F., “The Gold Standard As a Rule: An Essay in Exploration” (p. 423): “*The gold standard has long been viewed as a form of constraint over monetary policy actions- as a form of monetary rule. The Currency School in England in the early 19th century mad the case for the Bank of England 's fiduciary note issue to vary automatically with the level of the Bank's gold reserve (“the currency principle”). Following such rule was viewed as preferable (for providing price-level stability) to allowing the note issue to be altered at the discretion of the well-meaning and possibly well-informed directors of the Bank (the position taken by the opposing Banking School)*”.

ponendo così le fondamenta per quello che avrebbe rappresentato l'oggetto principale del mandato delle banche centrali: la stabilità dei prezzi.

Successivamente, nel garantire il mantenimento della stabilità finanziaria, le banche centrali assunsero il ruolo di prestatori di ultima istanza (c.d. “sum” sui depositi) per affrontare i c.d. fallimenti del mercato finanziario. Di fatti, se un certo numero di depositanti inizia a prevedere che la banca non sarà in grado di rimborsarli alla pari su richiesta, tutti si affretteranno a ritirare il proprio denaro e questo, a sua volta, incoraggerà altri depositanti a correre in banca per paura di non poter recuperare il proprio denaro.

In definitiva, le crisi bancarie possono spesso sorgere da profezie autoavveranti e, in caso di corsa agli sportelli, una banca senza problemi di solvibilità può essere spinta al fallimento a causa di un puro problema di liquidità. Il fallimento del mercato generato dalle asimmetrie informative richiede un intervento pubblico volto a ripristinare una situazione ottimale. Questo intervento è stato etichettato proprio con il nome di prestito di ultima istanza⁶³ (Ugolini, 2017, pp. 101-118).

Dunque la cristallizzazione, solo formale apparentemente, dell'attenzione delle banche centrali alla stabilità dei prezzi avviene a partire dal XX secolo. Le banche centrali assumono tale ruolo in virtù della concessione, alle stesse, di poteri di monopolio sull'emissione di moneta legale come conseguenza dell'agire dei governi poco in linea con il mantenimento della stabilità finanziaria. Le banche centrali sono state progressivamente viste come una salvaguardia istituzionale contro il problema dell'incoerenza temporale dei governi, ossia la difficoltà degli stessi nel “*decision making*” a lungo termine (Haldane & Qvigstad, 2016, pp. 628-629).

⁶³ Si veda Ugolini, S. “The Evolution of Central Banking: Theory and History” (pp. 108-109): “*To be precise, this is only one of the possible uses that have been made of the term “lending of last resort”. As it is often the case in economics, scholars have attached (and still attach) quite different meanings to the same wording. Although the term “lending of last resort” can track its root back to a 1797 tract by Francis Baring, its use only became widespread since the 1930s thanks to the works of Ralph Hawtrey. Over time, there have been at least two main conceptualizations of the idea: albeit complementary, the two are based on quite different theoretical foundations. The first one is of macroeconomic nature: it refers to a countercyclical monetary policy aimed at compensating for a collapse in the amount of privately issued money. This interpretation originated with Henry Thornton, was popularized by Ralph Hawtrey and was subsequently developed by twentieth-century macroeconomists, especially those belonging to the Monetarist School. The second conceptualization is essentially microeconomic: it refers to a welfare-maximizing policy aimed at solving market failures in the provision of liquidity. This interpretation was originally elaborated by Walter Bagehot at the time of the violent crises of the mid-nineteenth century, and long left behind afterwards; it started to be revalued when the question of financial instability raised fresh interest in the late twentieth century and became predominant since the 2008 crisis*”.

Da ultimo è necessario menzionare la crisi finanziaria mondiale del 2007-2008⁶⁴ in virtù della quale, senza dilungarci eccessivamente sulla descrizione degli avvenimenti che hanno portato al suo tracollo, si è verificato un drastico cambiamento nella percezione del ruolo e della governance delle banche centrali.

Accanto al mantenimento della stabilità dei prezzi, la nuova pressante esigenza sottolineata dagli avvenimenti menzionati è stata quella di integrare nei mandati delle banche centrali l'attenzione per la stabilità finanziaria in generale. L'evitare nuovamente il verificarsi di una crisi sistemica, infatti, ha portato ad attribuire un ruolo piuttosto controverso, e potenziale fonte di conflitti d'interesse, ossia un ruolo di "sorveglianza": per citare un caso di interesse ricordiamo il rapporto de Larosière che ha successivamente portato alla fondazione delle tre autorità europee di vigilanza istituite dai regolamenti (UE) n. 1093/2010 (52), (UE) n. 1094/2010 (53) e (UE) n. 1095/2010 (54) del Parlamento europeo e del Consiglio (v. nota 9; 12; 16) (BIS, 2011, pp. 5-12).

In definitiva assistiamo ad una forte capacità di adattamento delle banche centrali alla tessitura storica e sociale del momento che ben permette di auspicare un intervento delle stesse nelle nuove esigenze della economia sostenibile.

⁶⁴ Si veda Matteo De Poli, Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa" 1/2012, pp. 49-67, doi: 10.1433/37544: *“La crisi del 2008 trova il suo retroterra nell'estate del 2007, con i primi default sul mercato sub-prime statunitense; lo sgonfiamento della bolla immobiliare è visto come il prodotto di una fallacia comportamentale, l'overconfidence, ossia la convinzione che i valori delle unità immobiliari continuino a crescere e assieme all'erogazione di liquidità. [...] Sempre nel 2007 falliscono negli USA due importanti hedge funds controllati da Bear Sterns e, a settembre, si scatena il panic run su una delle principali banche inglesi nel settore residential mortgage loans (mutui ipotecari immobiliari), Northern Rock. [...] Il 2008 si apre, invece, con la crisi del mercato dei commercial paper, ossia di uno strumento di liquidità a breve termine; contemporaneamente, aumenta la preoccupazione per la liquidità delle grandi banche, in crisi a causa del congelamento del mercato interbancario su cui esse avevano spostato la raccolta di capitali. [...] Si giunge così al crocevia della crisi, il cui punto di svolta e di non ritorno si compie nel mese di settembre, con un vero e proprio big bang nel sistema finanziario: il fallimento di Lehman Brothers, una società «too big to fail» e «too interconnected to fail», il centro di una serie di relazioni che evidenziano in maniera evidente la sottovalutazione del rischio sistemico e di contagio. Il mancato salvataggio statale di Lehman Brothers, la cui crisi era nota ai più ma la cui fallibilità era stata dagli stessi esclusi alla luce della convinzione dell'incrinabilità del dogma del «too big to fail», scatena una seconda «trappola comportamentale», il panic asset selling, una corsa alla vendita dei titoli determinata dal panico. La vendita massiccia di titoli è figlia della tendenza degli investitori all'«herding»: la razionalità nella scelta di investimento – che dovrebbe spingerli a comprare quando i valori si abbassano – viene meno perché sostituita dalla erronea convinzione che essa coincida con il comportamento della maggioranza delle persone, che, pertanto, viene fatto proprio e seguito. [...] Nel novembre 2008 si ha l'inizio dello spostamento, dal settore finanziario all'intera filiera economica, di tali enormi problemi e l'apertura della fase di recessione.”* (pp. 52-53).

2.2 La prospettiva comparatistica

Come sottolineato precedentemente nel capitolo (cfr. par. 2), le problematiche legate alla crisi climatica – in particolare – e alle altre tematiche di sostenibilità sono ormai uno scenario ben consolidato nelle riflessioni attinenti alla partecipazione attiva delle banche centrali nella transizione all'economia sostenibile.

Per poter operare un giudizio di adattabilità dei mandati delle Banche Centrali agli obiettivi di sostenibilità è necessario presentare un'analisi condotta secondo una metodologia ben precisa.

Inizialmente considereremo le banche centrali che fanno esplicito riferimento, all'interno dei loro mandati, alla crescita e allo sviluppo sostenibile; in secondo luogo oggetto di disamina saranno quelle banche centrali prive di qualsiasi riferimento alle tematiche in questione; da ultimo ci occuperemo dello specifico caso del Sistema Europeo delle Banche Centrali, osservando l'evoluzione giurisprudenziale nella definizione degli obiettivi della Banca Centrale Europea e di come il mandato della stessa, accanto al primario obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi, accolga il sostegno alle priorità politiche dell'Unione.

La ricerca prende spunto dai dati raccolti nell'analisi di Simon Dikau e Ulrich Volz *“Central bank mandates, sustainability objective and the promotion of green finance”* (pp. 1-20) per il tramite dell'IMF Central Bank Legislation Database.

2.2.1. I mandati delle Banche Centrali con riferimento diretto alla “sostenibilità”

Universalmente riconosciuto come obiettivo primario dei mandati delle banche centrali è il mantenimento della stabilità dei prezzi, eppure taluni limitati casi presentano un riferimento diretto a diverse declinazioni del concetto di “sostenibilità” e conseguentemente una portata più ristretta del presunto primario obiettivo.

Seppur la formulazione di tali mandati sia risalente nel tempo, tanto da non poterci aspettare un riferimento alla tematica nei termini per cui la conosciamo oggi, non è alieno pensare che si avesse la volontà di integrare riflessioni attinenti al clima e all'impatto sociale delle politiche monetarie negli stessi, basti pensare al Rapporto Brundtland del 1987 (cfr. Capitolo I, Paragrafo 1) per comprendere come le tematiche ESG facciano parte delle riflessioni in materia da oltre trent'anni.

Prendendo come primo riferimento il caso dell’Autorità Monetaria di Singapore, all’articolo 4 paragrafo 1 ed 1A del “*Monetary Authority of Singapore Act*” (MAS) del 1970, assistiamo a come:

“Principal objects and functions of Authority

4.— (1) The principal objects of the Authority are —

- (a) to maintain price stability conducive to sustainable growth of the economy;*
- (b) to foster a sound and reputable financial centre and to promote financial stability;*
- (c) to ensure prudent and effective management of the official foreign reserves of Singapore; and*
- (d) to grow Singapore as an internationally competitive financial centre.*

(1A) The Authority, when giving effect to its objects under subsection (1), is to act on the basis that the object in paragraph (b) prevails over the object in paragraph (d) of that subsection” (MAS Act, 1970).

Nel mandato in questione il riferimento alla crescita sostenibile dell’economia è diretto, seppur gli ulteriori obiettivi menzionati potrebbero, a prima analisi, figurare in un ordine gerarchico.

A rigor di logica, una reale gerarchia viene imposta unicamente nel paragrafo 1A – “*the object in paragraph (b) prevails over the object in paragraph (d)*” -, tuttavia essa attiene unicamente ad un stretto rapporto binario tra due obiettivi (*b e d*), ossia l’obiettivo della la promozione di un centro finanziario solido e rispettabile assieme alla promozione della stabilità finanziaria – *b* - e l’obiettivo di rendere Singapore un centro finanziario competitivo - *d* -.

Possiamo agevolmente concludere come questa gerarchia non si estenda agli altri obiettivi – *a e c* – e dunque come l’obiettivo della conduzione di una crescita economica sostenibile rappresenti elemento fondante del mandato dell’Autorità.

Ulteriore caso è rappresentato da un’Unione Monetaria, ossia la *West African Monetary and Economic Union* (WAMEU o UEMOA – acronimo francese) che comprende sette Stati Membri: Benin, Burkina Faso, Costa d’Avorio, Mali, Niger, Senegal e Togo.

La WAMEU viene fondata nel 1994 con il relativo Trattato firmato a Dakar (*Treaty on the West African Economic and Monetary Union*), che alla Sezione V, Articolo 41 disciplina “*The Central Bank of West African States (BCEAO) and the West African Development Bank (BOAD) are autonomous specialized agencies of the Union. Without prejudice to the purposes for which they are established by the Treaty of the UEMO, the Central Bank of West African States (BCEAO) and the West African Development Bank*

(BOAD) contribute independently to the achievement of the objectives of this Treaty” (WEAMEU Treaty, 1994, Sezione V).

Il *framework* legislativo non è dissimile da quello europeo (TUE e TFUE), infatti le fondamenta della disciplina di tale Unione Economica risiedono sia nel trattato appena citato (WEAMEAU Treaty) che in un secondo trattato: *The Treaty on the West African Monetary Union* (WAMU Treaty) entrato in vigore posteriormente nel 2010.

Venendo all’istituzione di un sistema comune di banche centrali, è proprio il Titolo V del Trattato WAMU a darne una disciplina.

Alla luce dell’articolo 25 Trattato WAMU, le istituzioni della Unione Monetaria sono rispettivamente la *Central Bank of West African States* (BCEAO) e la *West African Development Bank* (WADB).

Volendoci soffermare sull’indagine circa l’organizzazione della politica monetaria della banca centrale in questione, è necessario riferirci ad un allegato del trattato che è parte costitutiva dello stesso: lo *“Statutes of the Central Bank of West African States”*.

Nella Parte II – *Objectives, duties and function of the central bank* –, Capitolo I, Sezione I, all’Articolo 8 dello Statuto leggiamo: *“The prime purpose of the Central Bank’s monetary policy shall be to ensure price stability. The Monetary Policy Committee shall set the inflation target. This purpose notwithstanding, the Central Bank shall provide support for the economic policies of the West African Economic and Monetary Union (WAEMU), to ensure sound and sustainable growth”*.

Anche in questo caso abbiamo un espresso richiamo alla crescita sostenibile seppur il primario obiettivo rimane incardinato nel mantenimento della stabilità dei prezzi.

Il richiamo diretto al concetto di sostenibilità, tuttavia, proviene da banche centrali localizzate in paesi in via di sviluppo caratterizzati da economie e mercati emergenti; conseguentemente i mandati riflettono degli obiettivi estremamente ampi e “di promozione” (Dafe & Volz, 2015, pp.2-4) molto spesso non sorretti da reali iniziative ed azioni.

Un ultimo caso peculiare che merita attenzione è quello della Banca Centrale della Repubblica Ceca (ČNB).

Pur facendo parte del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) – che osserveremo nel dettaglio nel paragrafo n. 3 di questo capitolo –, la Banca Centrale Ceca trova un’accurata descrizione dei propri obiettivi anche nella Legge n. 6 del 1993 sulla Banca Nazionale Cieca.

All'articolo 2, paragrafo 1, infatti: *“The primary objective of the Czech National Bank shall be to maintain price stability. In addition, the Czech National Bank shall work to ensure financial stability and the safe and sound operation of the financial system in the Czech Republic. Without prejudice to its primary objective, the Czech National Bank shall support the general economic policies of the Government leading to sustainable economic growth and the general economic policies in the European Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the European Union. The Czech National Bank shall act in accordance with the principle of an open market economy”*⁶⁵.

Il riferimento al sostegno delle politiche governative non è un elemento dissimile dai riferimenti contenuti nei mandati delle altre Banche Centrali Nazionali (BCN) rientranti nel SEBC; tuttavia, solo per la ČNB viene specificato direttamente il riferimento alla crescita economica sostenibile.

Questo caso, apparentemente poco insolito, può farci riflettere alla luce di un ulteriore elemento: la mancata adesione della Banca Centrale ceca al Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (Vedi sopra, Capitolo II, par. 1).

La considerazione più lampante che è possibile cogliere dall'analisi di quest'ultimo elemento è che, spesso, il diretto richiamo all'interno dei mandati delle Banche Centrali all'economia sostenibile non è supportato da azioni concrete per il perseguimento del suddetto obiettivo.

Considerando che il Network consta di 121 membri tra le Banche Centrali, le Unioni Monetarie e gli istituti di credito di tutto il mondo, l'adesione allo stesso rappresenta il requisito minimo di “compliance” alle tematiche ambientali e sociali.

Nel prosieguo della trattazione (vedi paragrafo successivo) si vedrà come l'impegno per l'attuazione di politiche e azioni sostenibili possa risultare anche del tutto sconnesso rispetto alla presenza o meno di riferimenti diretti o indiretti alla crescita sostenibile.

⁶⁵ La lettera nella Legge n. 6 del 1993 sulla Banca Nazionale Cieca pare ispirata puntualmente dalla lettura più “ampia” dell'articolo 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (ex articolo 105 TCE), contenente al suo interno il riferimento all'articolo 3 del Trattato sull'Unione Europea (TUE) (cfr. Capitolo II, paragrafo 2.2.3.).

2.2.2 Il caso della Federal Reserve: un mandato privo di riferimenti diretti o indiretti alla “sostenibilità”

La visione del mandato come limite alla concreta azione da parte della Banche Centrali, in merito a manovre di politica monetaria che coinvolgono il settore “green”, è particolarmente evidente nel caso della *Federal Reserve* (FED), la Banca Centrale degli Stati Uniti d’America.

La posizione radicale assunta dal presidente della FED, Jerome Powell, è stata confermata nel “*Symposium on Central Bank Independence*”, il 10 gennaio 2023 a Stoccolma, presso la sede della *Riksbank* (la banca centrale svedese).

Attendendoci alle parole del presidente della FED, appare chiaro come la ristretta interpretazione del mandato della banca centrale statunitense non permetta – alla luce di quanto sostenuto dal Presidente – una azione diretta da parte della politica monetaria: “*It is essential that we stick to our statutory goals and authorities, and that we resist the temptation to broaden our scope to address other important social issues of the day. Taking on new goals, however worthy, without a clear statutory mandate would undermine the case for our independence. [...] Addressing climate change seems likely to require policies that would have significant distributional and other effects on companies, industries, regions, and nations. Decisions about policies to directly address climate change should be made by the elected branches of government and thus reflect the public's will as expressed through elections. [...]*

But without explicit congressional legislation, it would be inappropriate for us to use our monetary policy or supervisory tools to promote a greener economy or to achieve other climate-based goals. We are not, and will not be, a "climate policymaker" (Jerome Powell, conferenza del 10 gennaio 2023, Stoccolma).

Per poter meglio comprendere l’incisività di queste parole, dobbiamo primariamente riferirci a ciò che è menzionato nel mandato della FED, in relazione agli obiettivi perseguiti dalla stessa.

Il testo di riferimento è il *Federal Reserve Act* del 1913 come da ultimo emendato dalla *Public Law 117-263* del 23 dicembre 2022.

Alla sezione 2A – *General policy: congressional review* – leggiamo: “*The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the*

goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates” (Federal Reserve Act, 1913).

I tre elementi del mandato su cui concentrarci sono: “*the goal of maximum employment*”, “*stable prices*” e “*moderate long-term interest rates*”.

Volendo limitarci ad accennare qualche riflessione sul primo elemento – *the goal of maximum employment* -, esso è stato stabilito in un’accezione che potesse essere coerente con gli altri obiettivi menzionati.

Infatti, il “*Full Employment and Balanced Growth Act*” del 1978 specifica come la massimizzazione dell’occupazione debba essere intesa come “piena occupazione” in coerenza con l’aumento del reddito reale, la crescita della produttività, la giusta attenzione alle priorità nazionali, il raggiungimento di una migliore bilancia commerciale e soprattutto con una ragionevole stabilità dei prezzi⁶⁶ (Full Employment and Balanced Growth Act, 1978, Section 2).

Poiché il mandato della FED viene qualificato come un mandato “duale”, è indubbio che gli elementi quali la stabilità dei prezzi – *stable prices* - e i tassi di interesse moderati a lungo termine - *moderate long-term interest rates* - vadano letti in combinato disposto.

Questa lettura sarà la chiave di volta per comprendere il motivo per cui le preoccupazioni per la stabilità dei prezzi non possono giustificare un’azione di politica monetaria in risposta al cambiamento climatico, alla luce del mandato della FED.

Seppur il Federal Reserve Act non definisca la nozione di stabilità dei prezzi, la FED non ha mai inteso questo concetto in senso anticipatorio.

⁶⁶ Dal Full Employment and Balanced Growth Act del 1978 “*SEC. 2. (a) The Congress hereby declares that it is the continuing policy and responsibility of the Federal Government to use all practicable means, consistent with its needs and obligations and other essential national policies, and with the assistance and cooperation of both small and larger businesses, agriculture, labor, and State and local governments, to coordinate and utilize all its plans, functions, and resources for the purpose of creating and maintaining, in a manner calculated to foster and promote free competitive enterprise and the general welfare, conditions which promote useful employment opportunities, including self-employment, for those able, willing, and seeking to work, and promote full employment and production, increased real income, balanced growth, a balanced Federal budget, adequate productivity growth, proper attention to national priorities, achievement of an improved trade balance through increased exports and improvement in the international competitiveness of agriculture, business, and industry, and reasonable price stability as provided in section 5 (b) of this Act*”. La concezione della “piena occupazione” inizia a radicarsi assieme allo sviluppo della teoria del “Natural Rate Hypothesis”, che alla luce della quale se la politica cercasse di mantenere l’occupazione al di sopra del suo trend di lungo periodo in modo permanente o, equivalentemente, il tasso di disoccupazione al di sotto del suo tasso naturale, l’inflazione verrebbe spinta sempre più in alto. Il tentativo persistente di mantenere l’occupazione “massima” al di sopra del suo livello di lungo periodo non sarebbe coerente con l’obiettivo della stabilità dei prezzi. (FRBSF, 1999, Economic Letter).

Lo strumento principalmente utilizzato, nello scenario statunitense, per intervenire sui cambiamenti reali e osservati nella stabilità dei prezzi è l'utilizzo di politiche che incidono sui tassi di interesse; dunque, interventi *ex post*.

La FED ha certamente l'autorità legale per rispondere agli eventi legati al clima, proprio come fa per altri eventi importanti che causano turbolenze economiche che si manifestano nel sistema finanziario, ma non ha l'autorità di usare i suoi strumenti di politica monetaria per rendere proattivamente più “green” il sistema finanziario o per incentivare le banche a cercare di farlo.

Inoltre, il mandato della FED non contiene alcun riferimento al sostegno delle politiche economiche del governo – differentemente dal SEBC come osserveremo più tardi – e conseguentemente questa “iper-indipendenza” non permette al medesimo governo di, quanto meno, indirizzare le scelte di politica monetaria su versanti più sostenibili (Bilotta & Botti, 2022, pp. 48-51).

In definitiva, riporre attenzione alle influenze dei rischi fisici e dei rischi di transizione è considerata una attività bastevole da parte della FED rispetto al problema climatico, nonché una attività conforme anche all'andamento delle scelte di politica monetaria delle altre banche centrali – basti pensare all'adesione della FED al NGFS -; tuttavia è netta la contrapposizione tra il suo perimetro di azione e quello del Sistema Europeo delle Banche Centrali.

2.2.3. Il caso del Sistema Europeo di Banche Centrali: il mandato con riferimento indiretto alla “sostenibilità”

Al fine di introdurre l’argomento sulla particolare composizione del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), è bene porre a fondamento del discorso alcuni riferimenti legislativi che attengono alla particolare formulazione del mandato del SEBC.

L’articolo 127 TFUE paragrafo 1, posto all’interno del Capo 2 dedicato alla Politica monetaria, statuisce che: *“L’obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, in appresso denominato “SEBC”, è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l’obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell’Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell’Unione definiti nell’articolo 3 del trattato sull’Unione europea. Il SEBC agisce in conformità del principio di un’economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all’articolo 119.”*

Le prime osservazioni attengono alla qualifica di tale mandato quale mandato “gerarchico”: viene infatti stabilito un obiettivo principale, consistente nel mantenimento della stabilità dei prezzi, fatto salvo il quale è compito del SEBC contribuire alla realizzazione di specifici obiettivi dell’Unione Europea come stabiliti dall’articolo 3.

Poiché la nostra analisi si incentra sul comprendere come gli obiettivi sostenibili possano adattarsi al mandato del SEBC, ci riferiremo unicamente a quanto stabilito nell’articolo 3 TUE, paragrafo 3: *“L’Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell’Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un’economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell’ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico”*.

Lo sviluppo sostenibile dell’Europa è un obiettivo sicuramente rilevante per tutte le Istituzioni europee⁶⁷, ma ha un valore decisamente significativo nell’ambito della politica

⁶⁷ Articolo 13 TUE: *“1. L’Unione dispone di un quadro istituzionale che mira a promuoverne i valori, perseguirne gli obiettivi, servire i suoi interessi, quelli dei suoi cittadini e quelli degli Stati membri, garantire la coerenza, l’efficacia e la continuità delle sue politiche e delle sue azioni. Le istituzioni dell’Unione sono: il Parlamento europeo, il Consiglio europeo, il Consiglio, la Commissione europea (in appresso “Commissione”), la Corte di giustizia dell’Unione europea, la Banca centrale europea, la Corte dei conti. 2. Ciascuna istituzione agisce nei limiti delle attribuzioni che le sono conferite dai trattati, secondo le procedure, condizioni e finalità da essi previste. Le istituzioni attuano tra loro una leale cooperazione. 3. Le disposizioni relative alla Banca centrale europea e alla Corte dei conti figurano, insieme a disposizioni dettagliate sulle altre istituzioni, nel trattato sul funzionamento dell’Unione europea. 4. Il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione sono assistiti da un Comitato economico e sociale e da un Comitato delle regioni, che esercitano funzioni consultive”*.

monetaria che viene definita e attuata dal SEBC⁶⁸.

La politica monetaria è tuttavia una prerogativa esclusiva del Sistema di Banche Centrali, mentre – come da riferimento all’articolo 119 - si sottolinea una responsabilità condivisa nell’ambito della politica economica per cui essa risulta “[...] fondata sullo stretto coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri, sul mercato interno e sulla definizione di obiettivi comuni, condotta conformemente al principio di un’economia di mercato aperta e in libera concorrenza”.⁶⁹

La composita realtà Europea merita un’analisi più approfondita per comprendere il funzionamento di un Sistema che contiene in sé diversi ed eterogenei scenari.

3. Il Sistema Europeo di Banche Centrali: le caratteristiche istituzionali della BCE e le influenze della partecipazione al Meccanismo di Vigilanza Unico sul suo mandato

La Banca Centrale Europea è una istituzione a tutti gli effetti dell’Unione Europea, come stabilito dall’articolo 13 del TUE, e le sue disposizioni di dettaglio figurano all’interno del Trattato sul Funzionamento della Unione Europea e nel Protocollo n.4 sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea (quest’ultimo è parte integrante dei Trattati alla luce dell’articolo 51 TUE⁷⁰, possedendo lo stesso valore normativo dei Trattati).

Venendo al Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea (TFUE) e ad una panoramica generale del funzionamento del Sistema, la sezione 6 è dedicata interamente alla Banca Centrale Europea.

All’articolo 282 viene stilata la composizione del SEBC, al cui interno risiedono sia la BCE che le Banche Centrali Nazionali degli Stati membri dell’UE, il cui compito risiede nel condurre la politica monetaria dell’Unione, rimanendo fermo che l’Eurosistema è invece composto dalla BCE e dalle sole Banche Centrali Nazionali che hanno adottato l’euro.

⁶⁸ Art. 127 TFUE, paragrafo 2: “*I compiti fondamentali da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti: definire e attuare la politica monetaria dell’Unione; svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell’articolo 219; detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri; promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento*”.

⁶⁹ Nel medesimo articolo 119 paragrafo 2 troviamo un riferimento alla politica monetaria, tuttavia essa risulta parallela alla politica economica ma non condivisa tra il SEBC e gli Stati Membri.

⁷⁰ Articolo 51 TUE: “I protocolli e gli allegati ai trattati ne costituiscono parte integrante”.

Viene poi riconosciuta la capacità giuridica di diritto internazionale della BCE, alla luce della quale ha possibilità di concludere accordi internazionali – pensiamo all’adesione all’ NGFS – nonché di agire giudizialmente e conseguentemente esser sottoposta a controllo giudiziario, come emerge dalle numerose sentenze della Corte di Giustizia Europea che la coinvolgono.

Elemento fondamentale che permette alla BCE di esercitare le proprie competenze è proprio la sua riconosciuta indipendenza. Articolo chiave in merito è il 130 TFUE per cui viene a consolidarsi l’indipendenza non solo della BCE ma anche delle Banche Centrali Nazionali nell’assolvimento dei loro compiti rispetto ad eventuali indicazioni fornite dalle Istituzioni dell’Unione, dai governi degli Stati o da qualsiasi altro organismo; la ratio della disposizione risiede nel garantire che non vi sia influenza politica nella organizzazione della politica monetaria.

Tuttavia tale indipendenza non è di certo sconfinata, ciò lo dimostra sia la possibilità per la Corte di Giustizia dell’Unione Europea di sindacarne l’operato, sia dalla previsione dell’articolo 127, paragrafo 6 TFUE alla luce del quale è possibile per il Consiglio attribuire alla BCE compiti specifici, apparentemente ulteriori a quelli contenuti nel mandato.

Per ciò che concerne il primo assunto, celebre è la sentenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea (CGUE) del 10 luglio 2003 – caso OLAF - dove al punto 135 si specifica come: “[..] il riconoscimento alla BCE di una tale indipendenza non ha la conseguenza di distaccarla completamente dalla Comunità europea e di sottrarla a qualsiasi norma di diritto comunitario. Infatti, risulta anzitutto dall’art. 105, n. 1, CE che la BCE è destinata a contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità europea, mentre l’art. 8 CE precisa che la BCE agisce nei limiti dei poteri ad essa conferiti dal Trattato CE e dallo statuto del SEBC. Inoltre, come ha ricordato la Commissione, la BCE si trova soggetta, alle condizioni previste da questo Trattato e dal detto statuto, a diversi controlli comunitari, in particolare a quelli della Corte di giustizia e della Corte dei conti. Infine, sembra che gli autori del Trattato CE non hanno affatto inteso sottrarre la BCE ad ogni forma di intervento normativo del legislatore comunitario, come testimoniato, in particolare, dagli artt. 105, n. 6, CE, 107, nn. 5 e 6, CE, nonché 110, n. 1, primo trattino, e 3, CE, richiamati dalla Commissione”.

Tale sentenza ha il ruolo di confermare l’indipendenza costitutiva e costituzionale della BCE, senza però sottrarla al sindacato di merito – seppur sempre “deferente” – della Giurisprudenza comunitaria; ritenendo la stessa Istituzione perfettamente calata nel

contesto Comunitario e considerando la sua indipendenza come ampia discrezionalità nei mezzi da impiegare per il perseguimento dei suoi obiettivi (Verheyen & Günther, 2021, pp. 9-10).

Per quanto riguarda la possibilità del Consiglio di attribuire alla BCE specifici compiti in merito alle politiche di vigilanza prudenziale, è proprio la stessa ad aver portato alla istituzione del Meccanismo Unico di Vigilanza (MVU). Il Consiglio infatti: “*deliberando all’unanimità mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea, può affidare alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione*” (art. 127, paragrafo 6 TFUE).

L’apparente intangibilità del mandato della BCE, nonché la sua indipendenza persino dall’indirizzo delle Istituzioni europee, sembra cedere innanzi a questa previsione.

L’interrogativo circa il perché tale influenza si sia concretizzata in relazione alla vigilanza prudenziale trova risposta negli avvenimenti della Crisi del 2007-2008⁷¹. Lo shock causato dalla crisi finanziaria ha portato all’istituzione di un meccanismo di prevenzione di cui la BCE risulta essere il principale attore: con il Regolamento (UE) 1024/2013 il Consiglio ha sottolineato l’inadeguatezza di un mero coordinamento tra autorità di vigilanza nazionali, trasferendo numerose attribuzioni alla BCE al fine di evitare la frammentazione del settore finanziario.

All’articolo 1 del regolamento leggiamo: “*Il presente regolamento attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, al fine di contribuire alla sicurezza e alla solidità degli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario all’interno dell’Unione e di ciascuno Stato membro, con pieno riguardo e dovere di diligenza riguardo all’unità e all’integrità del mercato interno, in base alla parità di trattamento degli enti creditizi al fine di impedire l’arbitraggio regolamentare*” (Consiglio, Regolamento 1024/2013).

La commistione di competenze all’interno della BCE sia nell’ambito della politica monetaria che in quella di vigilanza ha sempre scaturito interrogativi sugli effettivi e potenziali conflitti di interesse generati e generabili⁷² (Miraglia, 2015, pp. 9-12); tuttavia,

⁷¹ Cfr. nota 64

⁷² In merito alla questione cfr. Ruding, O., “The Contents and Timing of a European Banking Union: Reflections on the Differing Views”, 2012, p.4, secondo cui: “*That still leaves on the table, however, the issue of the risks of the dual task of the ECB. The concerns about this combination of monetary policy, macro-prudential bank supervision and micro-prudential bank supervision now focus not only on the*

per ciò che attiene ai profili di interesse della ricerca, è bene concentrarci sul trasferimento di competenze che il Regolamento ha generato.

Il trasferimento di competenze non è di certo avvenuto con una modifica dei Trattati e ciò ha portato a chiedersi se il mandato della BCE comprenda ad oggi l'obiettivo del mantenimento della "stabilità del sistema finanziario". Tuttavia, per chiarezza espositiva, è bene ricordare come a livello normativo sia stabilità all'articolo 25 del Regolamento SSM 1024/2013 il principio di separazione tra i compiti di politica monetaria e i compiti di vigilanza in capo alla BCE: "*Articolo 25 Regolamento 1024/2013 – Separazione dalla funzione di politica monetaria – 1. Nell'assolvimento dei compiti attribuiti dal presente regolamento la BCE persegue soltanto gli obiettivi in esso previsti.*

2. La BCE assolve i compiti attribuiti dal presente regolamento senza recare pregiudizio ai compiti di politica monetaria e a qualsiasi altro compito e separandoli da questi ultimi. I compiti attribuiti alla BCE dal presente regolamento non interferiscono con i compiti della BCE relativi alla politica monetaria, né sono da essi determinati. Inoltre, i compiti attribuiti alla BCE dal presente regolamento non interferiscono con i compiti relativi al CERS né con qualsiasi altro compito. La BCE informa il Parlamento europeo e il Consiglio di come si è conformata alla presente disposizione. I compiti attribuiti alla BCE dal presente regolamento non incidono sul monitoraggio continuo della solvibilità delle sue controparti di politica monetaria. Il personale coinvolto nell'assolvimento dei compiti attribuiti alla BCE dal presente regolamento è separato dal punto di vista organizzativo, anche per quanto concerne la struttura gerarchica, dal personale impegnato nell'assolvimento degli altri compiti assegnati alla BCE.

3. La BCE adotta e pubblica le necessarie norme interne ai fini dei paragrafi 1 e 2, comprese le norme sul segreto professionale e sullo scambio di informazioni tra i due settori funzionali.

4. La BCE garantisce che il consiglio direttivo⁷³ operi in modo completamente differenziato per quanto riguarda le funzioni di politica monetaria e di vigilanza. Tale

above-mentioned dangers of political interference and attacks on the independence of the ECB but also on the danger of conflicts of interests within the ECB in carrying out its dual mandate. In crisis situations, will the ECB give priority to its monetary policy goals over its (new) supervision of individual banks, or (less likely) the other way round? The current thinking, including at the European Commission, is to avoid these conflicts of interest by creating two separate bodies or divisions or 'Boards' within the ECB to carry out these two mandates".

⁷³ Il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE. Esso comprende i 6 membri del Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi dell'area Euro. Secondo l'articolo 12, paragrafo 1, dello Statuto del SEBC: "*Il Consiglio direttivo adotta gli indirizzi e prende le decisioni necessarie ad assicurare l'assolvimento dei compiti affidati al SEBC ai sensi dei Trattati e del presente statuto. Il Consiglio direttivo formula la politica monetaria dell'Unione ivi comprese, a seconda*

differenziazione prevede riunioni e ordini del giorno rigorosamente separati.

5. Al fine di garantire la separazione tra compiti di politica monetaria e compiti di vigilanza la BCE istituisce un gruppo di esperti di mediazione. Questo gruppo di esperti risolve le divergenze dei pareri espressi dalle autorità competenti degli Stati membri partecipanti interessati in ordine a un'obiezione del consiglio direttivo a un progetto di decisione del consiglio di vigilanza. Comprende un membro per Stato membro partecipante, scelto da ciascuno Stato membro tra i membri del consiglio direttivo e del consiglio di vigilanza e decide a maggioranza semplice; ciascun membro dispone di un solo voto. La BCE adotta e rende pubblico il regolamento istitutivo di tale gruppo di esperti di mediazione e il relativo regolamento interno”.

Secondo il parere di Rosa Lastra, nel paper “*Central bank independence and financial stability*”, non è possibile immaginare un assolutismo nell'indipendenza delle Banche Centrali, in quanto l'obiettivo della stabilità finanziaria trascende qualsiasi barriera geografica o istituzionale, nonché la barriera della stretta lettera del mandato.

La presenza di un unico obiettivo - la stabilità dei prezzi - ed un unico strumento – la politica monetaria – contrasta con la molteplicità di “*tools*” a disposizione delle Banche Centrali per fronteggiare qualsiasi minaccia alla stabilità finanziaria ed appare quanto meno logico riporre nelle capacità della Banca Centrale la possibilità di perseguire un importante obiettivo ricomprendente i maggiori fenomeni distruttivi, come le crisi finanziarie (Lastra, 2010, pp. 51-66).

Sembra necessario concludere sottolineando come ad impattanti crisi seguano impattanti misure e come sia lo stesso assetto della BCE a prevederne la possibilità.

dei casi, le decisioni relative agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi di interesse guida e all'offerta di riserve nel SEBC e stabilisce i necessari indirizzi per la loro attuazione”.

3.1 Politica economica e politica monetaria: *Pringle, Gauweiler e Weiss* e l'identificazione del mandato della BCE

Il verificarsi di rischi sistemici per l'Unione Economica e Monetaria (UEM) è ciò che ha permesso di interrogarsi sul ruolo che il SEBC possa rivestire nel fronteggiare gli stessi. Non pare, dunque, un esercizio difficile poter traslare la riflessione in merito ad un nuovo rischio sistemico: il cambiamento climatico.

Tale rischio, invero, non è puramente ipotetico così come neppure ipotetica è la lunga storia giurisprudenziale che ha portato a meglio identificare il margine d'azione della BCE.

La BCE è una Istituzione dell'Unione Europea delineata nella sua indipendenza come una organizzazione tecnocratica del diritto comunitario (Zilioli & Selmayr, 2007, pp. 107-246). Il monopolio della politica monetaria in capo alla stessa non è che conseguenza della volontà di *denazionalizzare* la moneta: di fatti gli Stati sono privi di qualsivoglia influenza sulla moneta e l'Unione Monetaria non rappresenta di certo un assetto federale che farebbe venir meno tale scopo.

Un secondo rilevante obiettivo è stato quello della *depoliticizzazione* dell'istituto stesso: non è possibile per la BCE individuare autonomamente gli obiettivi cui far tendere la politica monetaria, essi sono prestabiliti dai Trattati e non ammettono influenze di alcun genere.

Se volessimo soffermarci unicamente sulla formale architettura sistemica conferita all'UEM, dovremmo – ai soli fini di una chiara comprensione del tema – quasi distinguere un'Unione Economica, frutto del necessario coordinamento tra le politiche economiche degli Stati Membri, e un'Unione Monetaria, quale autonoma competenza del SEBC. Eppure, assisteremo a come le più rilevanti pronunce sul tema abbiano lentamente ammesso la necessaria commistione tra i due mondi.

L'irrealistico assunto di una zona euro infallibile è stato ben presto smentito dagli innumerevoli “anomali” interventi della stessa BCE che hanno portato, come conseguenza più evidente, il palesarsi di una preminente influenza dell'indipendente macchina perfetta nell'economia reale (Munari, 2015, pp. 723-727). Le tre celebri pronunce (*Pringle, Gauweiler e Weiss*), quasi in sordina rispetto all'amplessimo e annoso dibattito tra politica economica e politica monetaria, ci

permettono di arricchire quelle che sono state le varie interpretazioni del mandato del SEBC.

3.1.1. (Segue) Il caso Pringle

Nel celebre caso Pringle assistiamo ad una lettura estremamente ristretta del mandato della BCE: la Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE) viene interpellata – come lo sarà anche nel caso Gauweiler e Weiss più avanti nel paragrafo e come abbiamo già anticipato – sull'annosa questione del confine tra politica monetaria e politica economica, con particolare rilievo alla “intromissione” della BCE all'interno di quest'ultima. Al vaglio della Corte è il Meccanismo Europeo di Stabilità⁷⁴ (MES), o meglio l'introduzione del terzo comma all'articolo 136 TFUE da parte della Decisione del Consiglio Europeo del 25 marzo 2011 numero 199/2011⁷⁵.

L'obiezione, mossa dalla Corte Suprema irlandese nella domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, si incentrava su come tale misura (MES) avesse la capacità di invadere direttamente la competenza esclusiva dell'Unione nell'ambito della politica monetaria⁷⁶.

I profili di interesse per questa ricerca attengono allo sforzo della Corte di ricostruire un confine tra politica economica – affidata agli Stati Membri – e politica monetaria –

⁷⁴ Il MES viene istituito il 2 febbraio 2012 per il tramite di un trattato intergovernativo, ossia un atto formalmente al di fuori del quadro giuridico e sistematico dell'Unione. Sulla scelta di tale strumento, ai fini della implementazione del Meccanismo cfr. Lo Schiavo G. “*The ESM Treaty: a new form of intergovernmental differentiated integration to the benefit of the EMU?*”, in AA.VV., *Evolving Europe: Voices of the Future*, Loughborough, 2013, p. 47.

Con ogni probabilità uno dei motivi di tale scelta è che il bilancio dell'Unione europea non disponeva di fondi sufficienti necessari a creare un forte sistema di assistenza, conseguentemente i capi di governo e di Stato hanno deciso di concludere un accordo internazionale agendo nell'ambito dei loro poteri legislativi conferiti dai trattati internazionali. Inoltre, gli Stati membri hanno fatto ricorso a uno strumento internazionale in quanto impossibilitati a raggiungere il medesimo effetto per il tramite delle regole e vincoli dei Trattati UE, nonché a causa dei vincoli di bilancio. In definitiva il MES ha come obiettivo la preservazione della stabilità finanziaria dell'Unione sulla base del presupposto per cui qualsiasi difficoltà di uno Stato Membro possa avere un “effetto domino” sulla stabilità macro-economica dell'intera Unione. Il Meccanismo di stabilità, infatti, ha la possibilità di emettere obbligazioni sui mercati internazionali a tassi molto convenienti e con scadenze estremamente dilazionate; posizione di forza che si consolida, inoltre, per il tramite dello stato di creditore privilegiato di cui gode il Meccanismo. Cfr Scaffidi A. “Il Meccanismo europeo di stabilità e la solidarietà negata. *New Awareness of Solidarity in European Union Law and Beyond*”, 2020, pp. 50 – 53.

⁷⁵ Articolo 136, comma 3 TFUE: “*Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità*”.

⁷⁶ Articolo 3 comma 1 TFUE: “*L'Unione ha competenza esclusiva nei seguenti settori: a) unione doganale; b) definizione delle regole di concorrenza necessarie al funzionamento del mercato interno; c) politica monetaria per gli Stati membri la cui moneta è l'euro; d) conservazione delle risorse biologiche del mare nel quadro della politica comune della pesca; e) politica commerciale comune*”.

affidata alla BCE – alla luce del preciso mandato di quest’ultima.

Il ragionamento della Corte sottolinea in prima battuta come il TFUE non contenga alcuna definizione della politica monetaria; piuttosto esso fa unicamente riferimento agli obiettivi di tale politica (cfr. Corte di giustizia dell’Unione europea, sent. 27 novembre 2012, *Pringle vs. Government of Ireland and Others*, causa C-370/12, punto 53).

La Corte si attiene ad una ricostruzione piuttosto letterale e restrittiva del mandato BCE, escludendo la rilevanza – quantomeno argomentativa – della seconda parte dell’articolo 127 TFUE⁷⁷.

Di fatti, al punto 54 della sentenza, la Corte: *“In forza degli articoli 127, paragrafo 1, TFUE e 282, paragrafo 2, TFUE, l’obiettivo principale della politica monetaria dell’Unione è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Queste stesse disposizioni prevedono inoltre che il Sistema europeo di banche centrali (in prosieguo: il «SEBC») sostiene le politiche economiche generali nell’Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest’ultima definiti nell’articolo 3 del Trattato UE [...]”* (CGUE, 27 novembre 2013, cit. nel paragrafo 3.1.1, punto 54).

Il sostegno alle politiche dell’Unione è solo secondario nella narrazione della Corte in quanto l’obiettivo principale rimane il mantenimento della stabilità dei prezzi; inoltre, l’indagine di legittimità – alla luce delle disposizioni appena riportate – che viene compiuta in relazione al MES si basa unicamente su come tale strumento si relazioni alla stabilità monetaria, senza mai guardare a come si relazioni all’ “obbligazione di supporto” facente comunque capo al SEBC.

Eppure, il punto fondamentale della pronuncia lo rinveniamo nella lampante conferma su come la politica monetaria possa avere degli effettivi riflessi e indiretti sulla politica economica. Esso parrebbe un punto piuttosto ovvio, senonché assisteremo a come da ciò ne siano scaturite sia le successive ed evolutive pronunce in merito, sia la conclusione per cui la politica monetaria possa concretamente ed efficacemente operare solo se capace di influenzare le variabili economiche (cfr. paragrafo 3.1.3).

Ripercorrendo e ritornando alle parole della Corte, attente scrutatrici della natura degli obiettivi affidati al MES nella disanima su cosa possa ritenersi “politica monetaria”, al punto 56: *“Per quanto riguarda, da un lato, l’obiettivo perseguito da detto meccanismo, che è di salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo complesso, esso si distingue chiaramente dall’obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi, che costituisce l’obiettivo*

⁷⁷ Cfr. par. 2.2.3., Art. 127 TFUE

*principale della politica monetaria dell'Unione. Infatti, anche se la stabilità della zona euro può avere ripercussioni sulla stabilità della moneta utilizzata in tale zona, una misura di politica economica non può essere equiparata ad una misura di politica monetaria per il solo fatto che essa può avere effetti indiretti sulla stabilità dell'euro” (CGUE, 27 novembre 2013, cit. nel paragrafo 3.1.1, punto 56). Di fatto, la posizione adottata dalla Corte nel caso *Pringle* – non essendo al vaglio della Corte l’operato della BCE – ha un tenore totalmente differente rispetto alle Sentenze che verranno trattate di seguito.*

Per concludere, il dato ricavabile da questa primissima analisi attiene principalmente a come la sola politica che possa definirsi monetaria è la politica che attiene direttamente alla stabilità della moneta, nel senso della stabilità dei prezzi, come previsto dal trattato (articolo 127, paragrafo 1, TFUE).

3.1.2. (Segue) Il caso Gauweiler

Un decisivo cambio di prospettiva si ha nel 2015 con la Sentenza *Gauweiler*⁷⁸. Al vaglio della Corte, questa volta, è il programma di acquisto titoli “*Outright Monetary Transaction*” (OMT)⁷⁹ e la sua confacenza agli obiettivi di politica monetaria del SEBC. La Corte in questo caso si occupa di vagliare la legittimità dell’operato della BCE – e non la validità di una Decisione del Consiglio alla luce dei Trattati come avviene nel caso *Pringle* (vedi par. 3.1.1.) – in una fine analisi delle caratteristiche della politica monetaria di quest’ultima. La ricostruzione circa le norme contenute all’interno del TFUE, nonché dello Statuto del SEBC, non rappresentano che un mero esercizio tecnico-stilistico da parte della Corte, la quale non si discosta dalle osservazioni già assunte nel caso *Pringle*. Ad esser citati continuano ad essere l’articolo 119 TFUE sulla azione degli Stati membri e dell’Unione comprendente una moneta unica, nonché la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche⁸⁰; l’articolo 3, paragrafo 1, lettera c) TFUE sulla competenza esclusiva dell’Unione nell’ambito della politica monetaria per gli stati membri la cui moneta è l’euro⁸¹; l’articolo 282 TFUE in forza del quale si illustrano le opportune definizioni del SEBC e dell’Eurozona con particolare attenzione all’assolvimento dei propri compiti da parte della BCE, in conformità degli articoli 127-133 nonché 138 TFUE⁸²; e ancora l’articolo 127 TFUE di cui si richiamano

⁷⁸ Cfr. Corte di giustizia dell’Unione europea, sent. 16 giugno 2015, *Gauweiler and others vs. Deutscher Bundestag*, causa C-62/14.

⁷⁹ Il programma OMT è stato annunciato nel settembre del 2012 durante una conferenza della BCE sugli aspetti tecnici dello strumento, eppure lo stesso non risulta essere mai stato adoperato (per ciò che attiene la conferenza si veda: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

L’idea di fondo dello strumento è che la Banca Centrale Europea compri i titoli di Stato dei Paesi dell’euro in difficoltà, per esempio quando nessun altro è disposto a comprare questi titoli o il loro rendimento sta diventando così che uno Stato membro non sarà in grado di coprire i pagamenti degli interessi sui titoli di nuova emissione, non avendo più accesso al credito e rischiando l’insolvenza.

Il Trattato vieta alla BCE l’acquisto diretto di titoli di Stato (all’articolo 123 del TFUE), conseguentemente vietando che quest’ultima diventi prestatore diretto di ultima istanza per uno Stato membro. Per questo motivo, con il programma OMT La Banca acquisterebbe invece titoli di Stato sul mercato secondario - cioè da un soggetto che ha acquistato questi titoli prima da uno Stato membro- piuttosto che acquistarli direttamente da uno Stato membro. Sebbene questo meccanismo non sia totalmente avulso dalle prassi della BCE già attuate in tempo di crisi, con l’*Outright Monetary* vi sarebbe un ulteriore elemento formale di condizionalità, dato che lo Stato membro in questione dovrebbe di ottenere l’assistenza finanziaria del Meccanismo Europeo di Stabilità o del Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria e rispettarne le condizioni. Da questa descrizione intuimmo dunque le perplessità circa la natura economica o monetaria dello strumento (Hinarejos, 2015, pp. 563-565).

⁸⁰ Vedi par. 34 CGUE, 16 giugno 2015, *Gauweiler*.

⁸¹ Vedi par. 35 CGUE, 16 giugno 2015, *Gauweiler*.

⁸² Vedi par. 42-45 CGUE, 16 giugno 2015, *Gauweiler*. Cfr par. 54 CGUE, 27 novembre 2013, *Pringle*. Cfr. Capitolo II, paragrafo 3.

pedissequamente non solo le elucubrazioni affrontate nel paragrafo precedente, ma soprattutto le considerazioni già affrontate dalla Corte del 2012⁸³.

Il vero contributo innovativo apportato da questa Sentenza attiene al capo che specificatamente tratta della “delimitazione della politica monetaria”.

La Corte, curiosamente, ribadisce come nei Trattati non vi sia alcuna definizione di politica monetaria, e dunque si spinge fino a mostrarci il ragionamento giuridico sotteso all’annosa questione del discernere una misura di politica monetaria da una misura che non lo è.

Due sono gli elementi necessari a tale analisi: gli obiettivi della misura e i mezzi che tale misura adopera al fine di conseguire i suddetti obiettivi.

Tralasciando l’analisi del meccanismo oggetto di disamina nel caso di specie, fondamentale ai nostri fini appare il paragrafo 50, che si riporta nella sua interezza: *“Infatti, l’idoneità del SEBC ad influire sull’evoluzione dei prezzi mediante le sue decisioni di politica monetaria dipende, in larga misura, dalla trasmissione degli impulsi che esso emette sul mercato monetario ai vari settori dell’economia. Di conseguenza, un funzionamento deteriorato del meccanismo di trasmissione della politica monetaria può rendere inoperanti le decisioni del SEBC in una parte della zona euro e mettere così in discussione l’unicità della politica monetaria. Inoltre, poiché un funzionamento deteriorato del meccanismo di trasmissione altera l’efficacia delle misure adottate dal SEBC, la capacità di quest’ultimo di garantire la stabilità dei prezzi ne risulta necessariamente pregiudicata. Pertanto, le misure intese a preservare tale meccanismo di trasmissione possono essere ricondotte all’obiettivo principale definito all’articolo 127, paragrafo 1, TFUE”* (CGUE, 16 giugno 2015, punto 50).

Osserviamo da queste parole come l’alveo della politica monetaria finalmente si estende: le misure che sono volte a preservare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria sono intrinsecamente misure di politica monetaria.

Per meccanismo di trasmissione della politica monetaria si intende comunemente il processo attraverso il quale le decisioni di politica monetaria influenzano l’economia in generale e il livello dei prezzi in particolare; di conseguenza, molteplici sono i “canali” attraverso cui la politica monetaria influenza l’economia e molteplici ne sono stati teorizzati.

⁸³ Cfr par. 54 CGUE, 27 novembre 2013, Pringle

Basti pensare a Frederic Mishkin, il quale già nel 1995 nel suo “*Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*”, illustrava l’esistenza di almeno quattro meccanismi: il canale del tasso di interesse, il canale dei prezzi delle attività finanziarie, il canale del credito interno e quello del tasso di cambio (Mishkin, 1995, pp. 3-10).

La dottrina seguente si è modulata su questa classificazione ed è utile riferirci alle evoluzioni in merito per comprendere come il cambiamento climatico sia un protagonista rispetto alle influenze che può generale su tali canali di trasmissione.

Table 2

Monetary policy transmission: effects of climate change

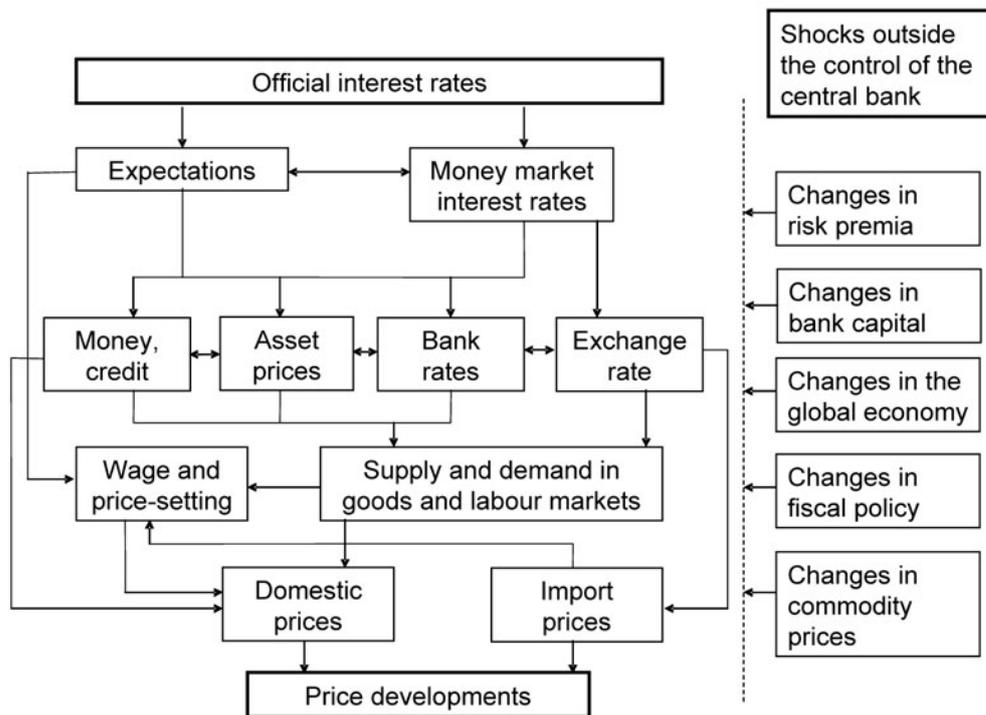
| | Physical risk from more common extreme weather events and persistent warming | Transition risk from carbon pricing and reducing emissions |
|------------------------------|---|---|
| Interest rate channel | Non-interest cost factors become more relevant, lowering investment and saving response to interest rate changes. | Uncertainty about timing and speed of policy response raises risk premia and volatility. Natural rate of interest affected. |
| Credit channel | Financial losses reduce borrower net worth, bank collateral and profitability. Non-performing loans constrain credit supply. Uncertainty reduces market funding of banks. | Financial losses reduce borrower net worth, bank collateral and profitability. Non-performing loans constrain credit supply. Uncertainty reduces market funding of banks. |
| Asset price channel | Physical risks destroy capital and residential property. Financial losses lower firm valuations. | Demand shifts across sectors and regions. Stranded assets. |
| Exchange rate channel | Devaluation incentive for short-term competitiveness gain. Higher volatility. | Carbon border adjustment may disrupt trade routes and global value chains. |
| Expectations channel | Monetary policy less predictable since shock persistence uncertain, blurring supply/demand. | Time-inconsistent transition policies reduce monetary policy credibility and effectiveness of forward guidance. |

Volendo analizzare solo alcuni dei meccanismi di trasmissione elencati dalla tabella dell’Occasional Paper della Banca Centrale Europea “Climate change and monetary policy in the euro area” (BCE, 2021, p. 12), possiamo sicuramente sottolineare come – a titolo di esempio - nell’ambito del canale dei tassi di interesse, una maggiore avversione al rischio e una maggiore incertezza derivante dai rischi legati al clima (sia fisici che di transizione) potrebbero indurre le famiglie ad aumentare il risparmio precauzionale e le imprese a ridurre gli investimenti, diminuendo così la sensibilità alle vicende del tasso d'interesse degli investimenti e rendendo, dunque, la politica monetaria standard meno efficace.

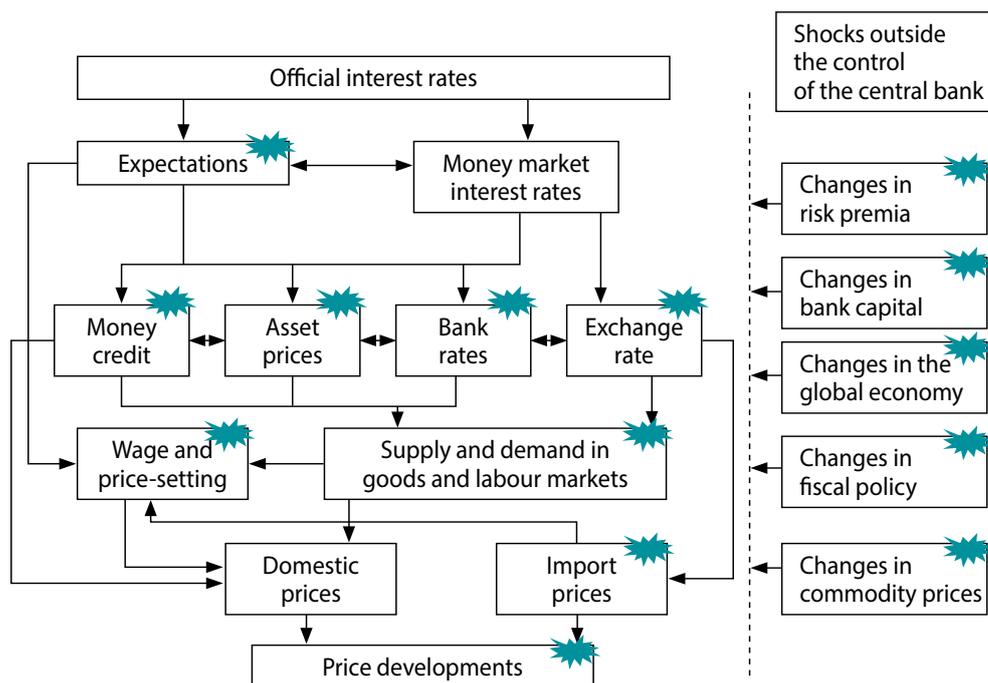
Ancora, per ciò che attiene al canale del credito, è noto come i bilanci delle imprese e delle famiglie possano essere colpiti - direttamente e indirettamente - da vari rischi fisici, come inondazioni, incendi o tempeste. Le nuove normative ambientali e le politiche di transizione possono anche ridurre il valore attuale netto di molte attività e quindi compromettere il valore delle garanzie e la capacità di ottenere prestiti. I finanziatori potrebbero considerare i prestiti più rischiosi se le famiglie e le imprese mostrano una maggiore probabilità di inadempienza.

Da ultimo, guardando al canale dei prezzi degli “assets”, il graduale riscaldamento globale potrebbe ridistribuire la domanda tra le regioni e i settori produttivi, incidendo sul rendimento relativo del capitale delle imprese. In questo contesto, è ampiamente previsto che i cambiamenti improvvisi nelle politiche di transizione - o anche solo cambiamenti nella loro credibilità - potrebbero innescare rivalutazioni aziendali. Inoltre, i rischi fisici ridurranno il valore degli immobili residenziali o dei beni strumentali nelle aree esposte a incendi, inondazioni o desertificazione. Tali perdite, a loro volta, avranno effetti sui consumi delle famiglie oltre ad influenzare gli investimenti delle imprese (BCE, 2021, pp. 108-136).

Di seguito, a confronto, una schematica illustrazione dei principali canali di trasmissione delle decisioni di politica monetaria e di quali tra essi risultano essere maggiormente affetti dal cambiamento climatico.



84



 denotes channels which could be impacted directly or indirectly by physical or transition risks.

85

⁸⁴ Illustrazione del funzionamento dei meccanismi di trasmissione delle decisioni di politica monetaria dell'European Central Bank al sito: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

⁸⁵ Illustrazione sugli impatti del rischio climatico sui meccanismi di trasmissione delle decisioni di politica monetaria dell' Network for Greening the Financial System. NGFS, 2020, "Climate Change and Monetary Policy – Initial takeaways", Technical document, giugno 2020, p. 7

Per concludere, volendo ricondurci all'analisi del ragionamento della Corte nel caso *Gauweiler*, qualora la BCE intervenisse direttamente nell'ambito del cambiamento climatico al fine di preservare i canali di trasmissione della politica monetaria, starebbe intervenendo precisamente nei confini del proprio mandato, a condizione che le azioni siano proporzionate.

Le valutazioni della Corte nei confronti dell'operato della BCE, caratterizzato da una elevatissima discrezionalità tecnica, si incentrano più che sui concreti effetti economici dei programmi al vaglio di discussione, sulle argomentazioni stesse fornite dalla BCE per determinare se queste giustificano in modo convincente che le misure non vadano manifestamente oltre quanto necessario per raggiungere il loro obiettivo (European Banking Institution, 2019, pp. 35-39).

Queste tematiche saranno tuttavia meglio analizzate nel paragrafo seguente, poiché meglio inquadrata dalla Corte stessa nella sentenza *Weiss*.

3.1.3. (Segue) Il caso Weiss

Il caso Weiss chiude la serie di pronunce che potremmo qualificare come “definitorie” rispetto a molteplici tematiche controverse: sul funzionamento del SEBC, sui limiti del suo mandato e sul vaglio del suo operato.

La causa C-493/17 dell’11 dicembre 2018 tra Weiss e altri vs. il Governo Federale tedesco ha nuovamente origine – come in *Gauweiler* – da un rinvio pregiudiziale proposto dalla Corte Costituzionale Federale tedesca.

La domanda di pronuncia pregiudiziale verte sulla validità della Decisione della Banca Centrale Europea 2015/774 del 4 marzo 2015 con cui è stato istituito il programma di acquisto attività del settore pubblico sui mercati secondari (o Public Sector Purchase Program – PSPP)⁸⁶.

Come nel gioco delle scatole cinesi, ancora una volta la Corte ricorre al precedente *Gauweiler* per correttamente definire le attribuzioni del SEBC e le sue regole di funzionamento.

Eppure, la sentenza pronunciata nel caso Weiss – approfondita nella parte della “delimitazione della politica monetaria dell’Unione” - rappresenta la vera chiave di volta per tutti gli interrogativi finora posti non solo sull’estensione del mandato SEBC, ma anche sull’annoso dibattito secessionista tra politica economica e politica monetaria. La Corte, finalmente oserei, si lancia nella più corretta – perché letterale - interpretazione delle norme, esplicitando ciò che nelle precedenti sentenze è rimasto solo latente.

Nello specifico al punto 60: *“A questo proposito, è importante sottolineare come l’articolo 127, paragrafo 1, TFUE stabilisca segnatamente che, da un lato, fatto salvo il suo obiettivo principale di mantenimento della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le*

⁸⁶ Per illustrare il funzionamento del programma, si rimanda alle considerazioni preliminari contenute nella Decisione (UE) 2015/774 della BCE: *“Conformemente a quanto previsto dall’articolo 18.1 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito «Statuto del SEBC»), la Banca centrale europea (BCE), insieme alle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l’euro (di seguito, le BCN), ha la facoltà di operare sui mercati finanziari, tra l’altro, comprando e vendendo a titolo definitivo strumenti negoziabili, al fine di realizzare gli obiettivi del SEBC. [...] Nell’ambito del PSPP le BCN, in proporzione alle rispettive quote nello schema di capitale della BCE, e la BCE possono effettuare acquisti definitivi di titoli di debito negoziabili idonei da controparti idonee sui mercati secondari. Tale decisione è stata presa come parte della politica monetaria unica, alla luce di una serie di fattori che hanno sensibilmente accresciuto il rischio di diminuzione nelle previsioni di medio termine sull’evoluzione dei prezzi, pregiudicando in tal modo il raggiungimento dell’obiettivo principale della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi”* (par. 1 e 3, Decisione (UE) 2015/774 BCE).

politiche economiche generali nell'Unione, e che, dall'altro lato, il SEBC deve agire rispettando i principi di cui all'articolo 119 TFUE. Ne consegue che, nell'ambito dell'equilibrio istituzionale stabilito dalle disposizioni contenute nel titolo VIII del Trattato FUE, nel quale si inserisce l'indipendenza garantita al SEBC dall'articolo 130 e dall'articolo 282, paragrafo 3, TFUE, gli autori dei Trattati non hanno inteso operare una separazione assoluta tra la politica economica e quella monetaria" (CGUE, 11 dicembre 2018, punto 60).

La Corte, osservando accuratamente i Trattati nella sua disamina, pone al centro delle sue riflessioni il dato per cui la separazione tra politica monetaria e politica economica non possa essere assoluta.

La Corte Costituzionale federale non ha tardato a presentare le sue numerose remore rispetto a tale innovativo assunto; infatti, la BCE è una istituzione tecnocratica nonché, in funzione della sua indipendenza, priva di processi democratici capaci di far sì che la stessa si esprima legittimamente e direttamente su questioni di politica monetaria.

Proprio su questo punto ha insistito la Corte di Karlsruhe nella sua decisione del 5 maggio 2020. Al punto 143 (BVerfG, 2 BvR 859/15, 5 maggio 2020) leggiamo come sia indispensabile che il mandato del SEBC sia soggetto a limiti rigorosi, dato che la BCE e le Banche Centrali Nazionali sono istituzioni indipendenti - art. 130, art. 282, par. 3, art. 282 TFUE -, il che significa che il loro operato porta necessariamente con sé un livello ridotto di legittimazione democratica.

Inoltre, l'indipendenza della BCE riguarda solo i poteri ad essa conferiti dai Trattati e l'esercizio sostanziale di tali poteri, ma non si applica alla definizione della portata e dell'ambito di tali poteri.

Per garantire che la BCE non possa validamente adottare un programma che, in contrasto con il principio di attribuzione, ecceda il mandato di politica monetaria conferitole dal diritto primario, è imperativo che il rispetto dei limiti di competenza della BCE sia soggetto a un pieno controllo giurisdizionale.

È incompatibile con questa visione restrittiva, imposta dal diritto costituzionale tedesco, interpretare il conferimento specifico di competenze di politica monetaria in un modo che, nell'attuazione di meccanismi come quello oggetto di disamina, si consideri sufficiente la mera affermazione di obiettivi di politica monetaria non tenendo in considerazione gli effetti di politica economica e fiscale del PSPP, quando tali effetti sono prevedibili, consapevolmente accettati o potrebbero essere effettivamente (tacitamente) previsti (BVerfG, 2 BvR 859/15, 5 maggio 2020, par. 143).

Le affermazioni della Corte costituzionale tedesca non sembrano riconoscere, in realtà, che la Corte di Giustizia ha provveduto a chiarire che l'operato del SEBC, per essere efficace, debba necessariamente avere la capacità di influenzare la politica economica.

Appare sensato menzionare i granitici passaggi della CGUE ai paragrafi n. 65-67 della sentenza Weiss: “Più precisamente, come illustrato dalla BCE dinanzi alla Corte, la trasmissione delle misure di politica monetaria del SEBC all'evoluzione dei prezzi passa in particolare attraverso l'agevolazione della fornitura di credito all'economia, nonché attraverso la modifica dei comportamenti degli operatori economici e dei privati in materia di investimento, di consumi e di risparmio.

Pertanto, al fine di esercitare un influsso sui tassi di inflazione, il SEBC è necessariamente portato ad adottare misure che hanno determinati effetti sull'economia reale, i quali potrebbero altresì essere ricercati, per altri scopi, nell'ambito della politica economica. In particolare, qualora il mantenimento della stabilità dei prezzi imponga al SEBC di cercare di aumentare l'inflazione, le misure che il SEBC deve adottare al fine di alleggerire, a questo scopo, le condizioni monetarie e finanziarie nella zona euro possono implicare interventi sui tassi d'interesse dei titoli del debito pubblico, in ragione, in particolare, del ruolo determinante di tali tassi di interesse sulla fissazione dei tassi di interesse applicabili ai diversi soggetti economici (v., in tal senso, sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler e a., C-62/14, EU:C:2015:400, punti 78 e 108).

Alla luce di tali circostanze, escludere qualsiasi possibilità, per il SEBC, di adottare simili misure quando i loro effetti sono prevedibili e scientemente accettati vieterrebbe, in pratica, al SEBC di utilizzare i mezzi messi a sua disposizione dai Trattati al fine di realizzare gli obiettivi della politica monetaria, e potrebbe, segnatamente nel contesto di una situazione di crisi economica implicante un rischio di deflazione, costituire un ostacolo dirimente alla realizzazione della missione di cui esso è investito in virtù del diritto primario”. (CGUE, 11 dicembre 2018, punti 65-67).

La CGUE in questi passaggi si limita a confermare una realtà difficile da contestare, in quanto la tutela della libertà di azione del SEBC è finalizzata allo stesso corretto funzionamento del Sistema e all'adempimento della sua missione.

Dunque, la Corte, piuttosto che ricercare la legittimazione dell'agire della BCE negli effetti che tale agire possa o meno provocare sull'economia reale, la ricerca nei principi del diritto dell'Unione sempre fermi, sempre validi e sempre capaci di garantire che non vi siano manovre incontrollate ed arbitrarie.

L'azione della BCE, infatti, deve necessariamente essere volta – per essere valida – al principio di proporzionalità, esigendo così che: “[...] gli atti delle istituzioni dell’Unione siano idonei a garantire la realizzazione dei legittimi obiettivi perseguiti dalla normativa in questione e non vadano oltre quanto è necessario per raggiungere questi obiettivi (sentenza del 16 giugno 2015, *Gauweiler e a.*, C-62/14, EU:C:2015:400, punto 67 e la giurisprudenza ivi citata)” (CGUE, 11 dicembre 2018, punto 72).

La valutazione della proporzionalità è rimessa alle motivazioni che la BCE fornisce ai fini dell’adozione dei propri strumenti, non potendo realisticamente la Corte entrare nel merito di scelte così tecniche e parimenti così discrezionali.

Seppur questo possa risultare un controllo debole, non dobbiamo dimenticare gli stringenti obblighi di motivazione in capo alla BCE e alle Istituzioni tutte, discendenti direttamente dall’articolo 296, 2 comma, TFUE⁸⁷, obblighi rafforzati non solo dalla Giurisprudenza in analisi⁸⁸ ma da una lunga Giurisprudenza in materia che affonda le sue radici nel lontano 1968 (Maffeo, 2018, pp. 2-20).

Il principio di proporzionalità si accompagna, poi, alla garanzia per cui le misure delle istituzioni non debbano andare manifestamente oltre a ciò che è la realizzazione degli obiettivi prefissati.

Nel ragionamento della Corte, l’azione BCE si giustifica come non manifestamente eccedente gli obiettivi prefissati nel momento in cui tale agire – nel caso di specie - sia teso alla mitigazione del rischio della nascita di un ciclo di deflazione con conseguente impossibilità per il SEBC di contrastare tale rischio per il tramite di strumenti standard di politica monetaria.

Torna dunque utile ricordare come il tenue assunto avanzato nel paragrafo 3: “*ad impattanti crisi seguono impattanti misure*” sia più concreto che mai.

⁸⁷ Articolo 296 TFUE: “*Qualora i trattati non prevedano il tipo di atto da adottare, le istituzioni lo decidono di volta in volta, nel rispetto delle procedure applicabili e del principio di proporzionalità. Gli atti giuridici sono motivati e fanno riferimento alle proposte, iniziative, raccomandazioni, richieste o pareri previsti dai trattati. In presenza di un progetto di atto legislativo, il Parlamento europeo e il Consiglio si astengono dall’adottare atti non previsti dalla procedura legislativa applicabile al settore interessato*”.

⁸⁸ Vedi par. 29-45 CGUE, 11 dicembre 2018, Weiss

4. Conclusioni e spunti di riflessione

Nell'esaminare la Giurisprudenza in materia abbiamo assistito ad un approccio particolarmente deferente della Corte.

Il punto di partenza, in ogni sentenza, veniva ricostruito alla luce delle disposizioni dei Trattati che hanno dato fondamento al particolare Sistema Europeo di Banche Centrali. Tuttavia, nell'analisi dell'agire di tal Sistema, la rigidità letterale lasciava spazio a riflessioni ben diverse e talvolta slegate dalla lettera dei Trattati.

La Corte non ha la capacità tecnica di definire la politica monetaria e neppure alcuna utilità nel farlo, dal momento in cui il medesimo legislatore ha preferito astenersi dall'arduo compito. Il vaglio si incentra unicamente sulla capacità della Banca Centrale Europea di debitamente motivare l'adeguatezza e la necessità delle sue azioni alla luce degli effetti che potrebbe riversare nell'economia reale.

Dopo l'illustrazione del mandato gerarchico del SEBC e del suo "mero" dovere di supporto rispetto alle politiche dell'Unione, si sono affacciate nell'analisi nuove riflessioni di cui è la Corte di Giustizia stessa a farsi portavoce.

L'accettazione dell'assunto per cui la politica monetaria standard risulti sempre più inefficace davanti ai rischi che attanagliano l'attuale economia reale parte da Weiss e difficilmente cambierà rotta.

Risulta, tuttavia, doveroso sottolineare che qualora il SEBC adottasse un ruolo attivo nei cambiamenti climatici solo sulla base del suo dovere di supporto alle politiche dell'Unione, la Corte di giustizia dovrebbe analizzare se le misure di "sostegno" possano mettere a rischio l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi o minacciare l'indipendenza del SEBC.

Al contrario, se il SEBC adottasse una posizione riluttante nei confronti del cambiamento climatico e fosse accusato di "non sostenere" le politiche dell'UE, sarebbe facile giustificare la sua posizione con la necessità di perseguire la stabilità dei prezzi o di preservare l'indipendenza.

L'obiettivo secondario può dunque concretamente risultare una buona base complementare per giustificare un ruolo attivo nel cambiamento climatico, a condizione che vi sia anche una giustificazione basata sulla stabilità dei prezzi nel rispetto del principio di proporzionalità (EBI, 2022, pp. 41-47).

CAPITOLO III - L'AZIONE DELLA BCE PER LA TRANSIZIONE ECOLOGICA: TRA PROSPETTIVE DI POLITICA MONETARIA E VIGILANZA PRUDENZIALE

SOMMARIO: 1. BCE: la compliance con l'*European Climate Law* alla luce dell'articolo 11 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea – 2. “*Greening the financial policy*”: una panoramica sulle singole azioni della BCE – 2.1. La “*Climate-related financial disclosure*” dei portafogli non di politica monetaria della BCE e delle attività finanziarie dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto titoli obbligazionari e commerciali – 2.1.1. La *disclosure* finanziaria legata al clima delle partecipazioni societarie dell'Eurosistema nell'ambito della politica monetaria – 2.1.2. L'informativa finanziaria sul clima dei portafogli non di politica monetaria della BCE – 2.2. “*Greening the collateral framework*”: le prospettive dell'NGFS innanzi all'orientamento al carbonio del quadro di garanzie dell'Eurosistema – 3. Cenni di vigilanza prudenziale: dalle aspettative di vigilanza 2023-2025 agli stress test dell'EBA e della BCE – 3.1. La proposta della Commissione del 27 ottobre 2021: la *Capital Requirements Directive VI* – 3.2. Le prove di Stress Test – “*the Eu-wide stress test*”.

1. BCE: la compliance con l'*European Climate Law* alla luce dell'articolo 11 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea

Nel capitolo precedente abbiamo osservato come la BCE, nei limiti del suo mandato, possa accogliere la missione avente ad oggetto le numerose azioni intraprendibili in contrasto al cambiamento climatico, sempre che le stesse appaiano volte al mantenimento della stabilità dei prezzi nel rispetto del principio di proporzionalità.

Costitutivamente parlando, la BCE risulta essere una Istituzione dell'Unione Europea – ai sensi dell'articolo 13 TFUE – e da tale qualifica discende la necessaria sottoposizione della stessa al quadro legislativo impostato dai Trattati dell'Unione Europea. Il riformato framework normativo, attento alla sostenibilità dell'Unione Europea tutta, porta con sé una serie di previsioni di cui è dubbia l'applicazione anche alla BCE.

Rimane di difficile analisi interpretativa, infatti, ricostruire se l'*European Climate Law* – trattasi del Regolamento (UE) 2021/1119 -, dopo la sua entrata in vigore, abbia o meno avuto l'effetto di porre obblighi diretti in capo alla BCE.

Il Parlamento Europeo e il Consiglio - il 30 giugno 2021 - promulgano il Regolamento (UE) 2021/1119, che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica. Come da oggetto, tale Regolamento è finalizzato, in via principale, al perseguimento

dell'obiettivo della neutralità climatica nell'Unione entro il 2050, attraverso la riduzione delle emissioni di gas a effetto serra, alla luce delle previsioni contenute nell'Accordo di Parigi⁸⁹.

Nel perseguimento degli obiettivi come stabiliti da Regolamento, due sono i gruppi di attori menzionati: le Istituzioni competenti dell'Unione e gli Stati membri⁹⁰.

Le difficoltà interpretative – circa la soggezione della BCE rispetto agli obblighi suddetti – risultano dalla assenza nel testo legislativo di qualsiasi indicazione circa la definizione di “istituzione competente”.

Le due interpretazioni del Regolamento – una delle quali potrebbe escludere la soggezione della BCE allo stesso – attengono alla diversa considerazione proprio del concetto di “istituzione competente”: se dovessimo considerare “competente” ciascuna Istituzione dell'Unione, questo significherebbe che le stesse – compresa la BCE – dovrebbero conformarsi al Regolamento ogni volta che venga posta in essere qualsiasi tipo di azione rilevante per l'obiettivo in questione; mentre se dovessimo riferirci unicamente a istituzioni competenti a “creare politiche rilevanti” per il raggiungimento dell'obiettivo della neutralità climatica, allora la BCE non risulterebbe vincolata in tal senso.

Vi sono diversi indicatori che porterebbero alla esclusione della BCE tra le Istituzioni rilevanti, in virtù del principio di indipendenza che caratterizza la sua azione⁹¹.

Tuttavia, per poter comprendere – eventualmente - in che modo sarebbe possibile addebitare una serie di obblighi confacenti agli obiettivi del Regolamento alla BCE, dobbiamo prendere in considerazione la portata regolamentare dell'atto in questione.

⁸⁹Articolo 1, Regolamento (UE) 2021/1119- Oggetto e ambito di applicazione: *“Il presente regolamento istituisce un quadro per la riduzione irreversibile e graduale delle emissioni antropogeniche di gas a effetto serra dalle fonti e l'aumento degli assorbimenti dai pozzi regolamentati nel diritto dell'Unione. Il presente regolamento stabilisce l'obiettivo vincolante della neutralità climatica nell'Unione entro il 2050, in vista dell'obiettivo a lungo termine relativo alla temperatura di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), dell'accordo di Parigi, e istituisce un quadro per progredire nel perseguimento dell'obiettivo globale di adattamento di cui all'articolo 7 dell'accordo di Parigi. Il presente regolamento stabilisce anche l'obiettivo vincolante per l'Unione per una riduzione interna netta delle emissioni di gas a effetto serra da conseguire entro il 2030. Il presente regolamento si applica alle emissioni antropogeniche dalle fonti e agli assorbimenti dai pozzi dei gas a effetto serra elencati nell'allegato V, parte 2, del regolamento (UE) 2018/1999.*

⁹⁰Articolo 2, comma 2, Regolamento (UE) 2021/1119 - Obiettivo della neutralità climatica: *“2. Le istituzioni competenti dell'Unione e gli Stati membri adottano le misure necessarie, rispettivamente, a livello unionale e nazionale, per consentire il conseguimento collettivo dell'obiettivo della neutralità climatica di cui al paragrafo 1, tenendo conto dell'importanza di promuovere sia l'equità che la solidarietà tra gli Stati membri nonché l'efficienza in termini di costi nel conseguimento di tale obiettivo”.*

⁹¹ Cfr. Capitolo II, par. 3

Il Regolamento 2021/1119, pur essendo direttamente applicabile in virtù della sua qualificazione giuridica, non indica degli specifici obblighi e delle specifiche modalità cui le istituzioni rilevanti e gli Stati membri devono attenersi, quanto piuttosto pone a suo fondamento l'obiettivo finale della neutralità climatica.

La tecnica redazionale di tale Regolamento ci porta a poterlo assimilare ad una Direttiva dell'Unione⁹², in quanto esso non esplica nello specifico delle modalità per il raggiungimento dell'obiettivo centrale, fondandosi piuttosto sull'impegno delle istituzioni e degli Stati membri nell'adottare tutte le misure necessarie al raggiungimento del fine predetto.

La necessità delle misure adottate dalle Istituzioni e dagli Stati membri nell'ambito degli interventi regolatori dipende da una serie di elementi spesso meramente fattuali, spesso estemporanei.

Gli unici aspetti che vengono in maniera esplicita individuati dal Regolamento riguardo le caratteristiche di tali azioni regolatorie attengono a: la loro duplice provenienza – sia di matrice unionale che nazionale-; nonché il quadro di tutta la serie di elementi da tenere in considerazione nella adozione delle misure – come le finalità non solo ambientali ma sociali delle azioni e l'efficienza in termini di costi nella adozione di strumenti volti alla realizzazione degli obiettivi stilati-.

Al punto 34 delle Premesse del Regolamento leggiamo: *“Nell'adottare, a livello unionale e nazionale, le misure pertinenti per conseguire l'obiettivo della neutralità climatica, gli Stati membri e il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione dovrebbero, tra le altre cose, tenere conto degli elementi seguenti: il contributo della transizione verso la neutralità climatica alla salute pubblica, alla qualità dell'ambiente, al benessere dei cittadini, alla prosperità della società, all'occupazione e alla competitività dell'economia; la transizione energetica, una maggiore sicurezza energetica e la lotta alla povertà energetica; la sicurezza dei prodotti alimentari e la loro accessibilità economica; lo sviluppo di sistemi di trasporto e di mobilità sostenibili e intelligenti;*

⁹² Tale assimilazione è identificabile solo a livello degli effetti in concreto prodotti. Per ciò che attiene alla panoramica degli atti giuridici dell'Unione Europea, all' articolo 288 TFUE: *“Per esercitare le competenze dell'Unione, le istituzioni adottano regolamenti, direttive, decisioni, raccomandazioni e pareri. Il regolamento ha portata generale. Esso è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri. La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi. La decisione è obbligatoria in tutti i suoi elementi. Se designa i destinatari è obbligatoria soltanto nei confronti di questi. Le raccomandazioni e i pareri non sono vincolanti”*.

l'equità e la solidarietà tra gli Stati membri e al loro interno, alla luce della loro capacità economica, delle circostanze nazionali, ad esempio le specificità delle isole, e dell'esigenza di una convergenza nel tempo; la necessità di rendere la transizione giusta e equa sul piano sociale tramite opportuni programmi di istruzione e formazione; le migliori e più recenti evidenze scientifiche disponibili, in particolare le conclusioni presentate dall'IPCC; la necessità di integrare i rischi legati ai cambiamenti climatici nelle decisioni di investimento e di pianificazione; l'efficienza sotto il profilo dei costi e della neutralità tecnologica nel conseguimento delle riduzioni e degli assorbimenti delle emissioni di gas a effetto serra e nel rafforzamento della resilienza; e i progressi compiuti nel tempo sul piano dell'integrità ambientale e del livello di ambizione”.

L'aspetto più lampante di tale premessa attiene a come, tra le Istituzioni menzionate, non figurino la BCE: il risultato di tali premesse, nonché la promulgazione di un Regolamento caratterizzato da una particolare metodologia di redazione legislativa, ci fa intuire che unicamente le istituzioni competenti nel “*policy making*” possano risultare come istituzioni competenti ai fini regolamentari (cfr. come già accennato previamente sulle due interpretazioni del concetto di istituzione competente).

Tuttavia, questo argomento non sembrerebbe determinante per poter escludere l'influenza del Regolamento sulla BCE, dal momento che l'atto in questione altro non è che un ulteriore strumento per poter garantire l'attuazione dell'Accordo di Parigi – vincolante anche per la BCE - dotato di una scarsa capacità di enforcement rispetto agli atti legislativi dell'Unione (Bevilacqua, 2022, par. 1 - Introduzione).

Di maggior rilevanza sembrerebbe piuttosto l'argomento per cui, qualora la BCE dovesse esser ritenuta una istituzione competente ai sensi della European Climate Law, si assisterebbe ad una modifica sostanziale del suo “*accountability framework*”.

Ai sensi degli articoli 4, 5 e 6⁹³ del Regolamento (UE) 2021/1119, la Commissione ha un ruolo preminente nell'ambito - rispettivamente – delle procedure di riesame della

⁹³ Articolo 4, paragrafo 2, Regolamento (UE) 2021/1119: “Entro il 30 giugno 2021 la Commissione riesamina la pertinente legislazione unionale per conseguire il traguardo di cui al paragrafo 1 del presente articolo, nonché l'obiettivo della neutralità climatica di cui all'articolo 2, paragrafo 1, e considera l'adozione delle misure necessarie, ivi comprese proposte legislative, in conformità dei trattati. Nel quadro del riesame di cui al primo comma e di quelli futuri, la Commissione valuta in particolare la disponibilità, a norma del diritto dell'Unione, di strumenti e incentivi adeguati per mobilitare gli investimenti necessari e, se del caso, propone misure. Dall'adozione delle proposte legislative da parte della Commissione, essa monitora le procedure legislative per le diverse proposte e può comunicare al Parlamento europeo e al Consiglio se l'esito previsto di tali procedure legislative, considerate congiuntamente, conseguirebbe o meno il traguardo fissato al paragrafo 1. Qualora l'esito previsto non producesse un risultato in linea con il traguardo di cui al paragrafo 1, la Commissione può adottare le misure necessarie, ivi comprese proposte legislative, in conformità dei trattati”.

pertinente legislazione unionale varata nel perseguimento degli obiettivi; nell'ambito della adozione di una strategia dell'Unione sull'adattamento ai cambiamenti climatici; nonché nell'ambito della valutazione dei progressi collettivi per il conseguimento della neutralità climatica.

Di conseguenza la BCE, alla luce di queste previsioni e qualora fosse una istituzione competente, dovrebbe sottoporre le proprie politiche alla Commissione, derogando così alle norme dei Trattati e del suo Statuto – Articolo 284 paragrafo 3 del TFUE e Articolo 15 paragrafo 3 dello Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea⁹⁴ – che prevedono invece la rendicontazione del suo operato

Articolo 5, paragrafo 2, Regolamento (UE) 2021/1119: *“La Commissione adotta una strategia dell’Unione sull’adattamento ai cambiamenti climatici in linea con l’accordo di Parigi e la riesamina periodicamente nel contesto del riesame di cui all’articolo 6, paragrafo 2, lettera b), del presente regolamento”*; paragrafo 5: *“Entro il 30 luglio 2022, la Commissione adotta orientamenti che stabiliscono i principi e le pratiche comuni per l’identificazione, la classificazione e la gestione prudentziale dei rischi climatici fisici materiali nella pianificazione, nello sviluppo, nell’esecuzione e nel monitoraggio di progetti e programmi per progetti”*.

Articolo 6, Regolamento (UE) 2021/1119: *“1. Ad accompagnare la valutazione prevista all’articolo 29, paragrafo 5, del regolamento (UE) 2018/1999, la Commissione entro il 30 settembre 2023 e successivamente ogni cinque anni valuta: a) i progressi collettivi di tutti gli Stati membri nel conseguimento dell’obiettivo della neutralità climatica di cui all’articolo 2, paragrafo 1, del presente regolamento; b) i progressi collettivi compiuti da tutti gli Stati membri nell’adattamento di cui all’articolo 5 del presente regolamento. La Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio le conclusioni di tale valutazione insieme alla relazione sullo stato dell’Unione dell’energia elaborata nel rispettivo anno civile in conformità dell’articolo 35 del regolamento (UE) 2018/1999. 2. Entro il 30 settembre 2023, e successivamente ogni cinque anni, la Commissione riesamina: a) la coerenza delle misure dell’Unione rispetto all’obiettivo della neutralità climatica di cui all’articolo 2, paragrafo 1; b) la coerenza delle misure dell’Unione nell’assicurare i progressi in materia di adattamento di cui all’articolo 5. 3. Se sulla base delle valutazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 del presente articolo, la Commissione rileva che le misure dell’Unione non sono coerenti con l’obiettivo della neutralità climatica di cui all’articolo 2, paragrafo 1, o non sono coerenti nell’assicurare i progressi in materia di adattamento di cui all’articolo 5, oppure che i progressi compiuti verso tale obiettivo relativo alla neutralità climatica o nell’adattamento di cui all’articolo 5 sono insufficienti, adotta le misure necessarie conformemente ai trattati. 4. Prima dell’adozione la Commissione valuta la coerenza di qualsiasi progetto di misura o proposta legislativa, comprese le proposte di bilancio, con l’obiettivo della neutralità climatica di cui all’articolo 2, paragrafo 1, e con i traguardi dell’Unione in materia di clima per il 2030 e il 2040, e include tale valutazione in ogni valutazione d’impatto che accompagna le misure o le proposte e mette a disposizione del pubblico il risultato della sua valutazione al momento dell’adozione. La Commissione valuta inoltre se tali progetti di misure e proposte legislative, comprese le proposte di bilancio, sono coerenti nell’assicurare i progressi in materia di adattamento di cui all’articolo 5. Nel formulare i suoi progetti di misura o proposte legislative, la Commissione si adopera per allinearle agli obiettivi del presente regolamento. In caso di mancato allineamento, la Commissione ne fornisce i motivi nell’ambito della valutazione di coerenza di cui al presente paragrafo”*.

⁹⁴ Articolo 284, paragrafo 3, TFUE: *“La Banca centrale europea trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sull’attività del SEBC e sulla politica monetaria dell’anno precedente e dell’anno in corso. Il presidente della Banca centrale europea presenta tale relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale. Il presidente della Banca centrale europea e gli altri membri del comitato esecutivo possono, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo”*.

Articolo 15, paragrafo 3, Statuto SEBC e BCE: *“Conformemente all’articolo 113, paragrafo 3, del trattato, la BCE trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, nonché al Consiglio europeo,*

unicamente nei confronti del Parlamento Europeo e del Consiglio, con un conseguente rischio per la sua indipendenza.

Da ultimo, qualora la BCE dovesse essere una istituzione rilevante ai sensi della *European Climate Law*, questo automaticamente porterebbe con sé la conseguenza per cui il Consiglio e il Parlamento europeo potrebbero attribuire alla BCE ulteriori fini e obiettivi per il tramite della ordinaria procedura legislativa.

Come abbiamo largamente affermato nel capitolo precedente, il mandato della BCE è disciplinato unicamente dai Trattati e non è possibile procedere ad una modifica degli stessi per il tramite della procedura legislativa ordinaria.

Pur volendo concludere che la BCE non risulta essere una istituzione competente ai sensi del Regolamento 2021/1119, non possiamo certo sostenere il radicale assunto per cui gli obiettivi di sostenibilità del quadro regolamentare europeo siano del tutto estranei alla sua missione.

La stretta sottoposizione della BCE ai Trattati, rende tale Istituzione soggetta ad ulteriori obbligazioni imprescindibili: basti pensare all'articolo 11 TFUE (cfr. capitolo I, paragrafo 3) (Elderson, 2022a).

Alla luce dell'articolo 11 TFUE, *“le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente devono essere integrate nella definizione e nell'attuazione delle politiche e azioni dell'Unione”*; da questo assunto assistiamo a come la lettera della norma non attua alcuna distinzione tra Istituzioni – come invece avviene nella *European Climate Law* – riferendosi unicamente a qualsiasi azione e politica dell'Unione.

La possibilità per la BCE di procedere ad integrare nella sua azione scelte di politica sostenibile discende, dunque, proprio dai Trattati.

L'articolo 11 TFUE è stato, in realtà, qualificato come un vero e proprio “principio di integrazione”, rendendosi così vincolante – data la sua portata trasversale – per tutte le Istituzioni dell'Unione. In questo senso, celebri risultano essere le parole dell'Avvocato Generale Jacobs nel caso *PreussenElektra AG vs. Schleswag AG* il 26 ottobre del 2000, per cui l'articolo 11 TFUE *“is not merely programmatic; it imposes legal obligations”*⁹⁵.

una relazione annuale sulle attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso”.

⁹⁵ Opinione dell'Avvocato Generale Jacobs nel Caso C-379/98, *PreussenElektra*, EU:C:2000:585, para. 231. *“Of particular importance is Article 6, which now provides that: Environmental protection requirements must be integrated into the definition and implementation of the Community policies referred to in Article 3 including therefore the internal market, and which adds: in particular with a view to promoting sustainable development. As its wording shows, Article 6 is not merely programmatic; it imposes legal obligations”*.

L'articolo in questione è stato spesso usato per integrare i requisiti di protezione ambientale in diverse politiche dell'Unione: basti pensare alla politica agricola comune⁹⁶, alla politica comune dei trasporti⁹⁷ e ancora alla politica del mercato interno⁹⁸.

Non c'è, di fatti, alcun motivo per cui l'articolo 11 non possa essere utilizzato come base integrativa – conformemente alla interpretazione già data del principio – in ambito di politica monetaria e di azione della BCE.

Oltre alla dimensione sostanziale dell'articolo 11 TFUE – di cui ci interessa sicuramente l'aspetto per cui la tutela dell'ambiente viene considerata obiettivo prioritario ma sicuramente paritario rispetto a tutte le componenti della fattispecie del c.d. “sviluppo sostenibile”, che coadiuva in sé non solo la protezione dell'ambiente, ma anche il concetto di crescita economica e sviluppo sociale – vi è soprattutto una dimensione procedurale dell'articolo.

La dimensione procedurale di questo articolo – come ricostruita dalla giurisprudenza della CGUE – consiste nel “tenere in considerazione” gli obiettivi ambientali nel momento in cui vengono implementate e progettate le politiche dell'Unione.

Lo standard di compliance rispetto a tale obiettivo/principio viene modulato caso per caso dalla Corte: celebre in questo senso il caso T-229/04, *Svezia v. Commissione*⁹⁹, in cui la Corte decise di annullare una Direttiva della Commissione in conseguenza del fatto per cui tale Istituzione - nella promulgazione e, ancor prima, formulazione dell'atto - non si era attenuta agli studi scientifici predisposti per la corretta redazione della Direttiva.

Tuttavia, questo precedente rappresenta un unicum della Corte rispetto all'applicazione di uno standard di compliance più blando del principio di integrazione dell'articolo 11 TFUE.

In conclusione, nei settori in cui le Istituzioni dell'Unione godono di ampi margini di discrezionalità, come la politica monetaria, la CGUE adotta in genere un approccio piuttosto accomodante sui limiti di tale discrezionalità. Conseguentemente, la BCE e le

Per ulteriori opinioni a supporto della ricostruzione del “principio di integrazione” si veda: l'opinione dell'AG Trstenjak nel Caso C-428/07, *Horvath*, EU:C:2009:47, para. 55, e l'opinione dell' AG Cosmas nel Caso C-321/95, *Greenpeace council and others v. Commission*, EU:C:1997:421, para. 62.

⁹⁶ Cfr. Caso C-428/07, *Horvath*, EU:C:2009:458, para. 29.

⁹⁷ Cfr. Caso C-440/05, *Commissione v. Consiglio*, EU:C:2007:625, para. 60

⁹⁸ Cfr. Caso C-320/03, *Commissione v. Austria*, EU:C:2005:684, para. 73, e l'Opinione dell' AG Geelhoed, EU:C:2005:459, para. 105. La Corte di Giustizia ha adottato la stessa interpretazione anche nel caso della regolamentazione europea sugli aiuti di Stato. Cfr. Caso T-210/02, *British Aggregates v. Commission*, EU:T:2012:110, para. 117.

⁹⁹ Cfr. Caso T-229/04, *Regno di Svezia v. Commissione delle Comunità europee*, Sentenza del Tribunale di primo grado (Seconda Sezione ampliata) dell'11 luglio 2007, *European Court Reports 2007 II-02437* ECLI identifier: ECLI:EU:T:2007:217

BCN che compongono l'Eurosistema - responsabili dell'elaborazione e dell'attuazione della politica monetaria nell'Eurozona – risultano sicuramente vincolate dal principio di integrazione sancito dall'art. 11 TFUE, eppure l'enforcement di tale principio – più o meno blando a seconda del caso di specie - è rimesso interamente alla Corte di Giustizia. La sottoposizione della BCE al principio di integrazione *ex* articolo 11 realizza due livelli di implicazioni: un livello più sostanziale alla luce del quale il principio di integrazione incorpora gli obiettivi orizzontali di tutela ambientale nei mandati della BCE e delle BCN, fermo il mantenimento della stabilità dei prezzi quale loro primario obiettivo; a livello più procedurale, il principio impone all'Eurosistema l'obbligo di "tenere conto" di tali obiettivi orizzontali di tutela dell'ambiente nell'elaborazione e nell'attuazione delle misure di politica monetaria. L'esatta portata di tale obbligo dovrà essere determinata in base ai fatti specifici del caso; tuttavia, è importante notare che, anche in base a un approccio più indulgente, la completa ignoranza delle preoccupazioni relative alla protezione dell'ambiente potrebbe fungere da standard per il controllo della validità delle misure di politica monetaria nell'ambito, soprattutto, di un eventuale contenzioso come osserveremo più avanti nel Capitolo IV (Solana, 2018, pp. 557- 561).

2. “Greening the financial policy”: una panoramica sulle singole azioni della BCE

La conseguente svolta nell’operato della BCE, alla luce di tutte le analisi finora svolte, trova il suo punto di convergenza proprio della presentazione - da parte del Consiglio direttivo della BCE – di un Piano d’azione per includere le considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria.

L’8 luglio 2021, infatti, viene presentato il suddetto Piano d’azione¹⁰⁰ ai fini dell’accrescimento del contributo della BCE al contrasto del cambiamento climatico, contenente numerose misure, concepite pur sempre nei limiti del mandato della stessa, in considerazione delle implicazioni di fenomeni capaci di incrinare un’allocazione efficiente delle risorse.

L’Eurosistema non può essere mero spettatore nella transizione verso un’economia a zero emissioni: in primo luogo, il ruolo di supervisore prudenziale della BCE pone in capo alla stessa l’obbligo di proteggere la sicurezza e la solidità del settore bancario proprio attraverso una adeguata valutazione dei rischi climatici; in secondo luogo, la qualità di investitore su larga scala della BCE porta a far sì che i portafogli non di politica monetaria siano investiti in modo responsabile; in terzo luogo, la BCE come garante e custode indipendente della moneta unica deve assicurare che persino i portafogli di politica monetaria siano adeguati a riflettere un cambiamento climatico già in atto e che necessita di essere rapidamente affrontato, poiché capace di influire sui canali di trasmissione della politica monetaria.

Tra le misure oggetto della nostra analisi figurano: la divulgazione di informazioni relative al clima nell’ambito del Programma di acquisto per il settore societario (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP)¹⁰¹ e delle politiche della BCE sui

¹⁰⁰ L’8 luglio 2021 viene stabilito dal Consiglio Direttivo della BCE u piano d’azione organico con una altrettanto ambiziosa tabella di marcia (per la tabella di marcia nel dettaglio si veda: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex~f84ab35968.it.pdf).

L’impegno attiene alla considerazione sistematica all’interno della politica monetaria di considerazioni relative alla sostenibilità ambientale, in quanto priorità dell’Unione.

¹⁰¹ Dalla Decisione (UE) 2016/948 della Banca Centrale Europea del 1 giugno 2016, sull’attuazione del programma di acquisto per il settore societario: *“Il 10 marzo 2016 il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare ulteriormente i predetti programmi di acquisto di attività e di varare un programma di acquisto per il settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), facente parte integrante della politica monetaria unica e nel perseguimento del proprio obiettivo di stabilità dei prezzi. Tale decisione è stata presa al fine di rafforzare ulteriormente la trasmissione degli acquisti di attività dell’Eurosistema alle condizioni di finanziamento dell’economia reale e al fine di attuare, in combinazione con le altre misure di politica monetaria non convenzionali, una politica monetaria ancor più accomodante e contribuire a riportare i tassi d’inflazione a livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio termine.”* (paragrafo 3 delle Premesse); e ancora all’Articolo 1 della predetta Decisione: *“È istituito il CSPP. Nell’ambito del CSPP determinate banche dell’Eurosistema possono acquistare obbligazioni societarie idonee da*

portafogli non di politica monetaria e l’adattamento del “collateral framework”¹⁰² della BCE alle tematiche ambientali. Nelle conclusioni del capitolo l’analisi avrà ad oggetto brevi cenni in materia di vigilanza avendo riguardo alle priorità del MVU per il triennio 2023-2025, nonché le prove di Stress test emanate dall’EBA e dalla BCE.

2.1. La “Climate-related financial disclosure” dei portafogli non di politica monetaria della BCE e delle attività finanziarie dell’Eurosistema nell’ambito del programma di acquisto titoli obbligazionari e commerciali

Nel marzo del 2023 sono stati rispettivamente pubblicati due rapporti dalla BCE che forniscono informazioni sull’impronta carbonica delle proprie attività e sull’esposizione ai rischi climatici dei propri portafogli finanziari, nonché sulla governance, la strategia e la gestione dei rischi legati al cambiamento climatico.

Volendo analizzare separatamente i suddetti rapporti, ci occuperemo primariamente dei “portafogli del settore corporate” per poi indagare il secondo, incentrato sull’informativa finanziaria della BCE sul clima per il portafoglio di fondi propri e per il fondo pensione del personale (“portafogli non di politica monetaria”).

controparti idonee sui mercati primari e secondari, mentre le obbligazioni societarie emesse dal settore pubblico, come definite nell’articolo 3, paragrafo 1, possono essere acquistate esclusivamente sui mercati secondari a determinate condizioni”.

I programmi di acquisto dell’Eurosistema hanno conseguenze dirette sui rendimenti dei titoli pubblici e privati oggetto dell’intervento. Ciò determina un primo effetto sull’economia, poiché lo spostamento verso il basso della struttura dei rendimenti di mercato comporta a sua volta un miglioramento delle condizioni di offerta del credito e stimola gli investimenti. Gli investitori possono utilizzare la liquidità aggiuntiva per riequilibrare il loro portafoglio verso altre attività finanziarie non direttamente interessate dagli interventi della banca centrale, trasmettendo così l’impulso monetario a un ampio ventaglio di strumenti di finanziamento del settore privato. (Approfondimento Banca d’Italia al sito: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/#faq8761-3>)

¹⁰² Dal sito della Banca Centrale Europea alla sezione “Collateral”: “*In line with its statute, the Eurosystem provides credit only against adequate collateral. Typically, collateral refers to marketable financial securities, such as bonds, or other types of assets, such as non-marketable assets or cash. The term “eligible asset” is used for assets that are accepted as collateral by the Eurosystem. The eligibility of assets is assessed by the national central banks according to the criteria specified in the Eurosystem legal framework for monetary policy instruments. This consists of the “General framework” and the “Temporary framework”. The Temporary framework complements, amends or overrules the General framework*” dal sito: <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/html/index.it.html>

2.1.1. La disclosure finanziaria legata al clima delle partecipazioni societarie dell'Eurosistema nell'ambito della politica monetaria

La prima informativa segue le raccomandazioni della “Task Force on Climate-related Financial Disclosure” (TCFD)¹⁰³ del Financial Stability Board¹⁰⁴ nelle quattro categorie: “Governance”, “Strategia”, “Gestione del rischio” e “Metriche e obiettivi”.

Di fatti il rapporto è strutturato in sezioni che rispettivamente si occupano di: riassumere la governance e le responsabilità decisionali per i portafogli del settore corporate dell'Eurosistema; illustrare le strategie utilizzate per integrare le considerazioni sui cambiamenti climatici nei portafogli; spiegare come la BCE considera i rischi climatici nella gestione dei rischi dei portafogli; dettagliare le metriche e gli obiettivi quantitativi e qualitativi rilevanti. Nell'ambito della nostra ricerca ci incentreremo unicamente nei due settori dedicati alla “Governance” e alla “Strategia”.

Per ciò che attiene il settore “Governance”, nel rapporto si sottolinea come il Consiglio direttivo della BCE - che ha adottato il Piano d'azione per integrare le considerazioni sui cambiamenti climatici nella politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. Capitolo IV, paragrafo 2) - ha deciso di adeguare il quadro delle partecipazioni e delle garanzie del settore societario alle riflessioni relative al rischio climatico, introducendo obblighi di informativa.

Il rapporto si incentra sulla trasparente analisi della Governance BCE, in cui, ricordiamo, è proprio il Consiglio direttivo¹⁰⁵ – composto da sei membri del Comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle BCN di 20 paesi dell'area euro – ad essere responsabile per

¹⁰³ La “Task Force on Climate-related Financial Disclosure” (TCFD) viene istituita dal Financial Stability Board nel 2015 sotto la presidenza di Michael R. Bloomberg. La TCFD è finalizzata a sviluppare volontarie e coerenti informative sui rischi finanziari legati al clima che possano essere utilizzate da parte delle aziende per fornire il relativo materiale a finanziatori, assicuratori, investitori e altre parti interessate, in modo tale da far sì che tutti gli operatori dei mercati finanziari possano comprendere al meglio l'impatto dei rischi climatici (FSB, 2015, pp.1-2).

¹⁰⁴ Il Financial Stability Board viene istituito nell'aprile 2009 come successore del Financial Stability Forum. Durante il Summit di Pittsburgh, i capi di stato e di Governo del G20 hanno approvato lo statuto originario del FSB stabilendone obiettivi, mandato e struttura organizzativa. Da allora il FSB ha assunto un ruolo chiave nel promuovere la riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria internazionale. Al Summit di Cannes del novembre 2011, il G20 ha provveduto a rafforzare il FSB conferendone una struttura organizzativa duratura e non più temporanea. Nella versione del 2012 del suo statuto leggiamo all'articolo 1: *“Il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) è stato istituito per coordinare a livello internazionale l'attività delle autorità finanziarie nazionali e degli organismi internazionali di definizione degli standard (SSB) al fine di sviluppare e promuovere l'attuazione di efficaci politiche di regolamentazione, vigilanza e altro nel settore finanziario. In collaborazione con le istituzioni finanziarie internazionali, l'FSB affronterà le vulnerabilità dei sistemi finanziari nell'interesse della stabilità finanziaria globale”* (FSB, 2012, p.2).

¹⁰⁵ Cfr. nota 73

la definizione della politica monetaria, sottolineando così come questo fondamentale organo di funzionamento sia portavoce e detentore del potere decisionale di assolvere all'obiettivo del "greening the finance".

La BCE ha adottato un approccio integrato per la governance dei rischi e delle opportunità legati al clima. Ciò significa che le considerazioni relative al cambiamento climatico sono regolarmente affrontate all'interno delle strutture di governance già esistenti; nonché la stessa si è occupata di istituire un Centro per il cambiamento climatico¹⁰⁶, una nuova unità operativa dal 2021, per riunire il lavoro sulle questioni climatiche nelle varie aree BCE. Questa decisione riflette la crescente importanza del cambiamento climatico sia per l'economia che per la politica della BCE, nonché la necessità per la BCE di adottare un approccio più strutturato nella propria pianificazione strategica.

Anche la fase di elaborazione delle proposte da sottoporre al Consiglio direttivo viene arricchita dal congiunto apporto di diversi livelli dell'Eurosistema; di fatti, il personale della BCE e delle BCN responsabile della gestione dei portafogli e dei rischi, si riunisce in gruppi di lavoro e task force dedicati, con l'obiettivo di integrare le considerazioni sul clima negli acquisti di attività.

La modulazione delle misure di politica monetaria avviene pur sempre alla luce del primario obiettivo della stabilità dei prezzi, seppur l'organizzazione interna appena descritta promuova un percorso volto alla decarbonizzazione e coerente con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

Venendo al settore "Strategia", l'azione dell'Eurosistema in proposito consiste proprio nel gestire i rischi derivanti dai cambiamenti climatici e nel valutarli e integrarli proattivamente nei propri quadri di gestione di acquisto di attività, alla luce – è bene ricordare - di un mandato che include un impegno per lo sviluppo sostenibile dell'Europa.

¹⁰⁶ Dal sito: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210125_1~3fc4ebb4c6.it.html

"The European Central Bank (ECB) has decided to set up a climate change centre to bring together the work on climate issues in different parts of the bank. This decision reflects the growing importance of climate change for the economy and the ECB's policy, as well as the need for a more structured approach to strategic planning and coordination. The new unit, which will consist of about ten staff working with existing teams across the bank, will report to the ECB's President, Christine Lagarde, who oversees the ECB's work on climate change and sustainable finance. "Climate change affects all of our policy areas," said ECB President Christine Lagarde. "The climate change centre provides the structure we need to tackle the issue with the urgency and determination that it deserves." The climate change centre will shape and steer the ECB's climate agenda internally and externally, building on the expertise of all teams already working on climate-related topics. Its activities will be organised in workstreams, ranging from monetary policy to prudential functions, and supported by staff that have data and climate change expertise. The climate change centre will start its work in early 2021. The new structure will be reviewed after three years, as the aim is to ultimately incorporate climate considerations into the routine business of the ECB".

Per valutare il probabile impatto dei rischi legati al clima, che necessariamente convergono in quelli che possiamo considerare rischi finanziari, sulle sue partecipazioni nel settore societario l'Eurosistema utilizza:

- uno strumento di punteggio climatico per valutare gli emittenti societari;
- prove di stress climatico basate su scenari calibrati su un orizzonte di medio-lungo termine e che considerano sia i rischi di transizione che quelli fisici.

Per mitigare i rischi legati al clima nel proprio bilancio, l'Eurosistema ha deciso – e pubblicamente dichiarato – di impegnarsi nel ridurre gradualmente le emissioni di anidride carbonica relative alle proprie partecipazioni nel settore corporate, secondo un percorso in linea con la strategia climatica della BCE in materia di politica monetaria e coerente con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi¹⁰⁷.

Operativamente parlando ciò risulta attualmente possibile grazie al riorientamento –(o meglio “*tilting*”) - degli acquisti di reinvestimenti delle attività del settore corporate verso gli emittenti con una migliore performance climatica (un fenomeno definito “*tilting framework*”).

Il menzionato “*tilting framework*” – assisteremo ad un fenomeno molto simile per quanto riguarda le politiche relative ai “*collateral*” (cfr. Capitolo III, par. 2.2.) - per gli acquisti dell'Eurosistema nel settore corporate si basa su un punteggio climatico atto a valutare la performance climatica degli emittenti del settore societario. La performance climatica viene misurata su tre dimensioni:

1. l'intensità delle emissioni¹⁰⁸ degli emittenti del settore societario;
2. il grado di impegno indicato dagli emittenti negli obiettivi di riduzione delle emissioni;
3. l'accuratezza delle verifiche climatiche effettuate dagli emittenti.

Il risultato di tale “inclinazione” (“*tilting*”) verso emittenti dalla valida performance climatica comporta che: il limite di acquisto posto dalla BCE per i propri acquisti di titoli provenienti dai suddetti emittenti sarà decisamente superiore rispetto a quello che la stessa BCE pone per l'acquisto di titoli da emittenti con performance peggiori e non in linea con gli indici di valutazione menzionati. (BCE, 2023a, pp.4-11)

¹⁰⁷ La dichiarazione su tale impegno proattivo all'interno del rapporto potrebbe derivare dai numerosi attacchi che la BCE ha ricevuto in relazione al suo *Corporate Sector Purchase Programme*, come vedremo più avanti nel Capitolo IV in relazione al rischio di contenzioso all'interno dei mercati finanziari.

¹⁰⁸ Con il generale termine “emissioni” ci si riferisce ai gas effetto serra come definiti nel Protocollo di Kyoto.

2.1.2. L’informativa finanziaria sul clima dei portafogli non di politica monetaria della BCE

Venendo alla seconda informativa finanziaria della BCE relativa al portafoglio di fondi propri e al fondo pensione del personale (ossia i c.d. “non-monetary policy portfolios” NMPP, portafogli non di politica monetaria), anche in questo caso essa risulta essere conforme alle raccomandazioni della Task Force sulla Climate-related Financial Disclosures (TCFD) del Financial Stability Board (FSB).

Assistiamo nuovamente ad un’analisi condotta secondo quattro macro-temi: “Governance”, “Strategia”, “Gestione del rischio”, “Metriche e obiettivi”.

Ai fini di una corretta analisi, che per esser tale sia anche comparabile, ci riferiremo soltanto alle aree “Governance” e “Strategia” del menzionato rapporto.

Nel versante “Governance”, dal rapporto si assiste alla descrizione di come la BCE e ciascuna delle BCN dell’Eurosistema gestiscono i portafogli non di politica monetaria (NMPP) sotto la propria responsabilità; di fatto, le attività in questo ambito sono al di fuori del mandato di politica monetaria.

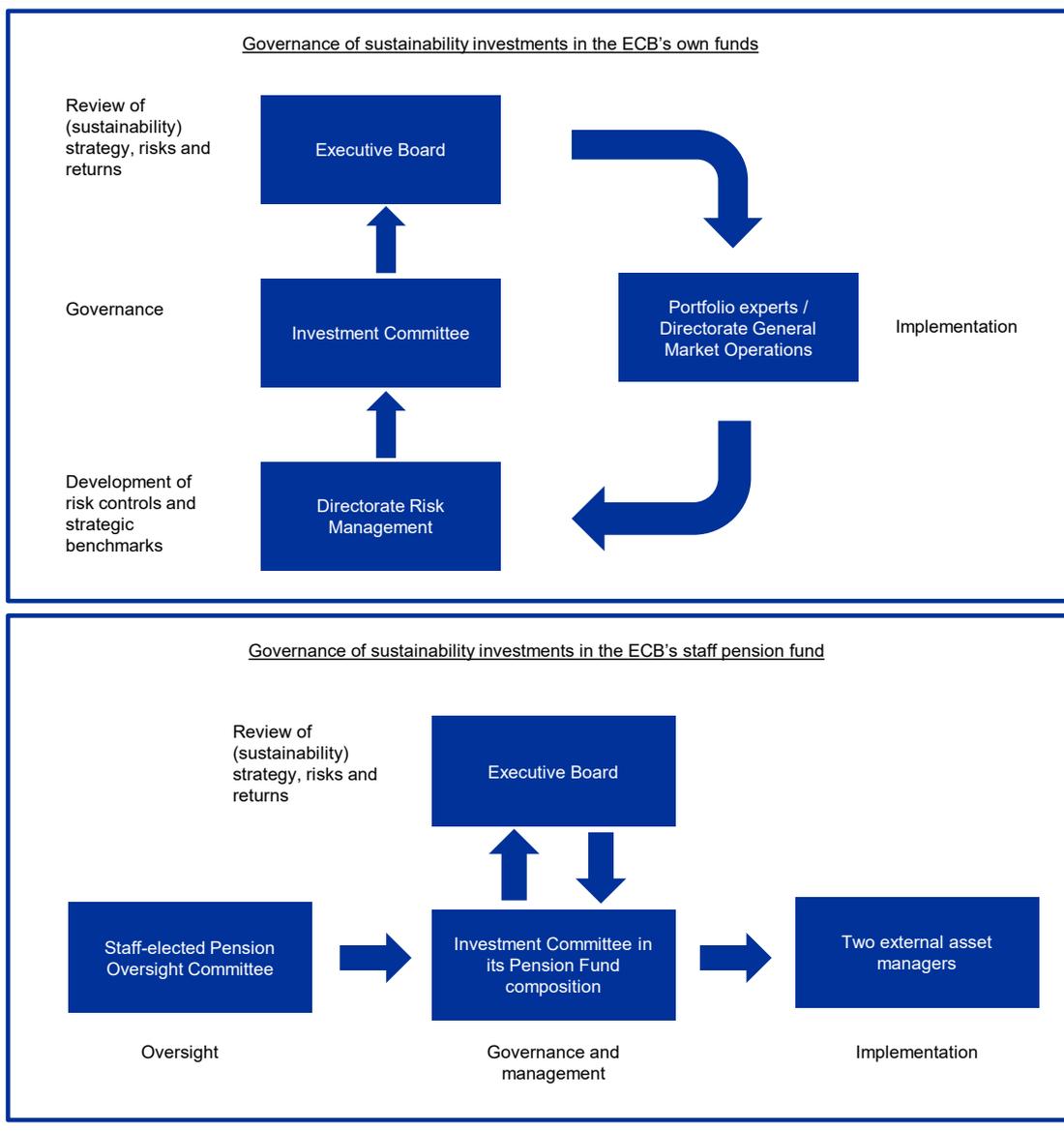
Conseguentemente, il riorientamento – (*“tilting”*) – degli investimenti NMPP in una direzione di maggior rispetto delle tematiche sostenibili è di più facile attuazione, non essendo tale scelta limitata dai vincoli derivanti dal mandato, per l’appunto.

Venendo alla specificazione dei due tipi di NMPP in analisi: l’obiettivo del portafoglio di fondi propri della BCE è quello di generare reddito per contribuire a finanziare le spese operative della stessa non connesse all’assolvimento dei suoi compiti di vigilanza, attraverso – prevalentemente – l’investimento delle risorse finanziarie proprie della BCE, nonché delle somme accantonate in riserve generali; mentre il fondo pensioni per il personale della BCE mira a coprire le passività pensionistiche attuali e future dei membri del relativo personale, supervisionato dal Comitato di supervisione delle pensioni (*Pension Oversight Committee - OCO*)¹⁰⁹ che si occupa di tutelare gli interessi dei beneficiari del fondo pensioni.

¹⁰⁹ Dall’ *“ECB retirement plan and ECB pension scheme – Terms of reference of the Oversight Committee”*: “Il ruolo del Comitato di supervisione dovrà essere quello di fungere da cane da guardia – *“watchdog”* – rappresentando gli interessi dei beneficiari del piano pensionistico”.

Per illustrare sinteticamente la gestione di tali portafogli, nonché la rinnovata coscienza ambientale all'interno degli organi che si occupano delle scelte relative agli stessi, ci serviamo del relativo grafico prodotto dalla BCE. (BCE, 2023b, pp.4-6)

Governance structures for the investments in the ECB's own funds portfolio and staff pension fund



In estrema sintesi assistiamo a come sia lo stesso Comitato esecutivo della BCE a farsi carico della revisione sostenibile dei rischi, della strategia e dei ritorni relativi alle scelte di investimento, assicurando una visione centralizzata anche in materia di portafogli non monetari. Eppure, il centrale ruolo del Comitato Esecutivo della BCE consiste nella attuazione della politica monetaria – pur mantenendo ferma la sua subordinazione rispetto

al Consiglio Direttivo della BCE, che ha la reale responsabilità decisoria in materia di politica monetaria -, rendendosi quantomeno probabile una commistione tra gestione monetaria e non monetaria dei portafogli (Graziani, 2004, pp. 52-53).

Sul versante “Strategia”, la BCE, essendo proprietaria degli asset dei suoi NMPP, valuta in autonomia i rischi e le opportunità legate al clima.

La gestione del rischio climatico non è ragionamento avulso rispetto alla ordinaria gestione di rischi propriamente “finanziari”, i primi infatti non costituiscono una nuova categoria, quanto piuttosto si insediano nei ragionamenti che già attengono alla gestione dei rischi di credito e dei rischi di mercato.

La strategia della BCE consiste nell’allineare i propri NMPP all’obiettivo di decarbonizzazione a lungo termine dell’Unione Europea – come da compliance con l’Accordo di Parigi – nella nuova realtà integrata per cui il sostegno BCE alle politiche dell’Unione si fa sempre meno “mandato secondario” rispetto al mandato primario del mantenimento della stabilità dei prezzi.

Necessariamente la strategia proposta è una strategia “di transizione” che prende in considerazione unicamente una graduale decarbonizzazione degli NMPP e che segue due distinti approcci in relazione al portafoglio di fondi propri e al portafoglio di fondi pensioni per il personale.

Per ciò che attiene ai fondi propri, la BCE persegue una strategia di investimento d’impatto che mira ad un continuo aumento della quota di obbligazioni verdi attraverso:

- l’acquisto diretto di obbligazioni verdi nei mercati secondari durante il ribilanciamento¹¹⁰ mensile;
- l’investimento nel fondo di investimenti per le banche centrali in obbligazioni verdi lanciato dalla Banca dei regolamenti internazionali – Bank for International Settlements (BIS)¹¹¹.

¹¹⁰ I portafogli di investimento contengono attività rischiose il cui valore fluttua nel tempo. Pertanto, le proporzioni di queste attività cambiano anch’esse nel tempo e possono discostarsi sostanzialmente dall’allocazione iniziale. Una pratica comune per contrastare queste variazioni è il cosiddetto ribilanciamento del portafoglio, noto anche come “*fixed-weight strategy*” (FW). Si tratta di una strategia consistente nel vendere gli asset di successo e comprare quelli in perdita, ripristinando così un insieme predeterminato di “pesi” del portafoglio. L’obiettivo principale del ribilanciamento è mantenere una determinata e strategica “*asset allocation*” e quindi mantenere il profilo di rischio del portafoglio in linea con la tolleranza al rischio dell’investitore. Tuttavia, poiché le strategie di ribilanciamento comportano la vendita di una parte delle attività con le migliori performance e l’investimento in quelle con le peggiori, se alcune categorie di attività hanno un momentum, è difficile a priori determinare se il ribilanciamento genera una sovraperformance rispetto al buy and hold (BH) (El Bernoussi & Rockinger, 2022, pp. 2-3).

¹¹¹ “*The Bank for International Settlements (BIS) is an international organisation that serves central banks and other financial authorities across the globe to support their pursuit of monetary and financial stability through international cooperation. It also acts as a bank for central banks. The BIS is owned by 63 member*

Mentre, venendo alla strategia adoperata per il fondo pensioni del personale, essa si sostanzia in quattro elementi fondanti:

- i gestori degli investimenti¹¹² sono tenuti a sottoscrivere i Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI)¹¹³ e il Global Compact delle Nazioni Unite¹¹⁴
- i gestori degli investimenti votano e si impegnano in linea con le loro linee guida relative al voto per delega e all'impegno, ai fini della incorporazione nelle loro pratiche dei principi ambientali, sociali e di governance (ESG);
- l'individuazione di criteri di esclusione per individuare il perimetro entro il quale selezionare gli investimenti; di fatto si procede alla esclusione di determinati investimenti nel momento in cui le attività sottostanti, i progetti relati o gli enti

central banks and monetary authorities from around the world (see last page). We provide members with: • a forum for dialogue and broad international cooperation • a platform for responsible innovation and knowledge-sharing • in-depth analysis and insights on core policy issues • sound and competitive financial services Our work is anchored in strong core values that shape the way we work: we deliver value through excellence in performance; we are committed to continuous improvement and innovation; we act with integrity; and we foster a culture of diversity, sustainability and social responsibility. We offer financial services exclusively to central banks, monetary authorities and international organisations, mainly to assist them in the management of their foreign exchange assets. As an institution owned and governed by central banks, we are well placed to understand the needs of reserve managers – their primary focus on safety and liquidity, as well as the evolving need to diversify their exposures and obtain a competitive return. To meet those needs, we provide credit, gold and foreign exchange intermediation, and asset management services, while administering our own capital. An integrated risk management function ensures that financial and operational risks are properly measured and controlled.” Dal sito: https://www.bis.org/about/profile_en.pdf

¹¹² L'obiettivo della gestione del fondo pensionistico BCE è quello di massimizzare il valore delle attività del fondo nell'ottica di evitare che le passività superino le attività. La gestione del fondo è affidata ad un soggetto esterno selezionato dalla BCE. Per ulteriori approfondimenti si veda BCE, Bollettino mensile aprile 2006, "La gestione di portafoglio presso la BCE": "Il fondo pensione è investito in obbligazioni, azioni e strumenti del mercato monetario. La BCE opera in qualità di rappresentante del fondo pensione nei rapporti con i fornitori di servizi strumentali alla gestione. Fino a poco tempo addietro, sussisteva un contratto con un unico soggetto che svolgeva sia la funzione di gestore degli investimenti, sia quella di depositario (*custodian*). In seguito, le due funzioni sono state separate e affidate a due soggetti distinti mediante specifici contratti. Per il fondo pensione della BCE sono utilizzati i contratti standard del settore, opportunamente adattati alle esigenze specifiche del caso. I profili di responsabilità sono ovviamente di primaria importanza per i contratti di questo tipo. Inoltre, è stato necessario garantire il vaglio della BCE sul sistema di gestione accentrata e sugli strumenti finanziari utilizzati. A causa della separazione fra depositario e gestore, è stato poi necessario definire la ripartizione esatta delle responsabilità fra i due fornitori di servizi. Nel caso del gestore, il contratto doveva contemplare limiti al rischio di mercato, definiti in base al concetto di *tracking error*, che assicurassero risultati dei portafogli in gestione non significativamente distanti da quelli del relativo *benchmark*. Per alcune categorie di attività è stato previsto il ricorso a fondi comuni di investimento amministrati dal gestore stesso. Al fine di soddisfare le esigenze della BCE è stato necessario apportare alcune modifiche alle caratteristiche di tali fondi. Anche il particolare regime fiscale della BCE ha richiesto adattamenti della struttura dei fondi, con appropriati interventi del depositario per gli aspetti tributari e societari. Questa struttura relativamente complessa ha reso altresì necessario identificare e rendere trasparenti tutte le spese di gestione da imputare direttamente alla BCE".

¹¹³ Cfr. Capitolo I paragrafo 3.2.1.

¹¹⁴ Cfr. nota 4.

emittenti si pongano in contrasto o violino i principi del Global Compact delle Nazioni Unite, gli Accordi di Parigi o ancora gli obiettivi dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile¹¹⁵;

- la sostituzione dei *benchmark*¹¹⁶ azionari convenzionali con i loro equivalenti a basse emissioni di carbonio ha ridotto l'impronta del carbonio dei titoli azionari di oltre il 60%, con successive riduzioni annuali dell'intensità del carbonio del 7%.

Le informazioni pubblicate in entrambi i rapporti mostrano come, migliorando le informazioni trasmesse anche in base ad una sempre maggior qualità dei dati a disposizione, la BCE intende rispettare i principali impegni sanciti all'interno del proprio Piano d'Azione nella prospettiva di riesaminare regolarmente le proprie misure in materia di clima, sostenendo dunque un percorso di decarbonizzazione in accordo con l'Accordo di Parigi e gli obiettivi di neutralità climatica (BCE, 2023b, pp. 5-8).

2.2. “Greening the collateral framework”: le prospettive del NGFS innanzi all'orientamento al carbonio del quadro di garanzie dell'Eurosistema

Il quadro delle garanzie dell'Eurosistema determina le modalità attraverso cui le banche dell'Eurozona hanno accesso al denaro della banca centrale, fondamentale per le loro operazioni quotidiane, con conseguenti effetti a catena sulle condizioni monetarie e finanziarie dell'economia.

Sebbene vi sia un crescente consenso nella comunità delle banche centrali sulla necessità di allineare il quadro delle garanzie dell'Eurosistema agli obiettivi di tutela ambientale, non vi è consenso sulle modalità di realizzazione. Appare necessario sottolineare come l'accesso al credito della banca centrale dovrebbe basarsi sui principi di trasparenza, responsabilità e soprattutto parità di trattamento (Bindseil et al., 2017, p. 10), suggerendoci così che il relativo quadro delle garanzie non dovrebbe distorcere i mercati

¹¹⁵ Cfr. Capitolo I paragrafo 3.2.

¹¹⁶ Un benchmark può essere sommariamente definito come la performance media di un gruppo di asset, i quali possono sia essere l'insieme di fondi simili a quello in cui si decide di investire, sia l'insieme ancor più ampio di titoli tra i quali il proprio fondo sceglie gli investimenti da attuare. I benchmark possono essere utilizzati come misura della performance, per definire un universo di investimento, per creare strumenti finanziari o come strumento di incentivazione (Morningstar, 2022, p. 3).

trattando in modo diverso attività, società o settori specifici. D'altro canto, la spasmodica tutela della “neutralità di mercato”¹¹⁷ non ha che aggravato la possibilità per imprese di settori ad elevata intensità di carbonio di determinare una distorsione in favore del carbonio nei portafogli BCE e un accumulo dei rischi climatici nel relativo bilancio (Elderson & Schnabel, 2022b).

Quanto appena riferito è stato sostenuto da due membri del Comitato esecutivo della BCE, di conseguenza non rappresenta certo una notizia sconvolgente o tantomeno riservata.

La BCE, infatti, include nel suo quadro di garanzie un numero significativo di obbligazioni emesse da società “ad alto impatto”.

Generalmente, le società che emettono obbligazioni ritenute idonee nel framework delle garanzie (c.d. “collateral framework”) ricevono più credito e possono beneficiare di costi di prestito più bassi semplicemente per il fatto di essere state incluse nel quadro.

Nel momento in cui le obbligazioni emesse dalle società produttrici di combustibili fossili sono incluse nel quadro delle garanzie, un'implicazione ragionevole è che il quadro delle garanzie dell'Eurosistema sta attivamente creando condizioni di finanziamento favorevoli per le società che svolgono le attività più dannose per il clima (Dafermos et al., 2021, pp. 13-17).

Eppure, come già più volte accennato, le Banche Centrali sono direttamente esposte ai rischi finanziari legati al clima e possono incorrere in perdite finanziarie se non riescono a tutelarsi da tali rischi; inoltre, le banche centrali stanno prendendo in considerazione la possibilità di sostenere la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio utilizzando strumenti di politica monetaria, laddove abbiano un chiaro mandato politico in tal senso. La gravità della sfida climatica globale suggerisce che potrebbe essere necessaria una combinazione di approcci protettivi e di mitigazione del clima, nella misura in cui questi possono essere bilanciati con gli obiettivi istituzionali delle banche centrali (Oustry et al., 2020, pp.10-12). Le stesse, infatti, dovranno valutare se risulta possibile adeguare gli strumenti a loro disposizione senza compromettere l'efficienza della politica monetaria. Tuttavia, il motore principale della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio dovrebbe rimanere l'azione intrapresa e la strategia di transizione definita dai governi.

¹¹⁷ Cfr. Capitolo IV, par. 4; nota 150

Tornando alla sempre più acclamata richiesta di maggiore trasparenza sulle prestazioni in termini di emissioni di carbonio delle banche centrali, la valutazione della performance in termini di emissioni di carbonio dei quadri operativi di politica monetaria è particolarmente importante per due operazioni fondamentali di politica monetaria: gli acquisti di attività e *la gestione delle garanzie*.

Una valutazione coerente e completa dell'impronta di CO2 delle operazioni di politica monetaria rappresenta, tuttavia, una sfida dovuta principalmente a problemi di copertura dei dati e a questioni metodologiche che spesso trascendono il perimetro delle banche centrali.

Allo stato attuale, è difficile valutare la performance in termini di emissioni di CO2 di alcune classi di attività rilevanti per la politica monetaria.

Ad esempio, la valutazione di obbligazioni e prodotti di cartolarizzazione, utilizzati da alcune banche centrali come garanzia o detenuti nei portafogli delle politiche monetarie, richiederebbe probabilmente un approccio di tipo "*look-through*" sulle attività sottostanti, ossia un approccio che “guardi attraverso” i prodotti finanziari per fornire elementi atti alla valutazione del rischio delle relative attività.

Tuttavia, i dati dettagliati sulle prestazioni in termini di emissioni di carbonio dei prestiti bancari sottostanti non sono generalmente disponibili o lo sono solo in misura limitata. In questo senso, la banca centrale è necessariamente portata ad utilizzare stime approssimative (ad esempio, applicare una stima media basata su dati a livello di settore economico) per la valutazione del relativo rischio¹¹⁸.

Nel rapporto del NGFS, che ci apprestiamo ad analizzare, vengono esaminati quattro “adeguamenti” generici dei framework di riferimento per le garanzie ai rischi legati al clima: (i) adeguamento degli scarti di garanzia; (ii) adeguamento dei criteri di idoneità delle garanzie con screening negativo e (iii) adeguamento dei criteri di idoneità delle garanzie con screening positivo.

Queste misure, se attuate nell’ambito di una politica di adattamento degli attuali contesti normativi alle tematiche ambientali, hanno la capacità di produrre effetti di diversa intensità a seconda della loro calibrazione.

¹¹⁸ Non si esclude la possibilità della creazione di una più accurata metodologia a seguito della implementazione della Corporate Sustainability Reporting Directive, la quale permetterà ad un numero notevolmente più ampio di imprese di diffondere la relativa “rendicontazione di sostenibilità”, creando così un substrato informativo decisamente più corposo.

Analizzando singolarmente le misure, in primis assistiamo a come in materia di adeguamento degli scarti di garanzia le banche centrali utilizzano allo stato attuale tale misura proprio al fine di tenere in considerazione i rischi di un'attività.

Più nello specifico, gli scarti di garanzia sono in genere concepiti soprattutto per coprire i rischi di mercato nel caso in cui l'attività debba essere liquidata. Il termine "haircut" (scarto di garanzia) è utilizzato anche in senso più generale per indicare altri aggiustamenti del valore di un'attività basati sul rischio, compresi quelli motivati dall'incertezza che circonda la determinazione del prezzo (McConnell et al., 2020, p.5).

Gli scarti di garanzia per il clima potrebbero essere utilizzati per porre il focus su rischi di cui non si tiene conto nelle calibrazioni degli scarti di garanzia standard.

Ad esempio, si potrebbero applicare scarti di garanzia più elevati alle attività ad alta intensità di carbonio nel tentativo di riflettere i rischi aggiuntivi legati al clima negli scenari di transizione futuri, soprattutto nei casi in cui i mercati non riescano a valutarli adeguatamente. Gli scarti di garanzia sulle attività ad alta intensità di carbonio potrebbero anche essere fissati al di sopra di quanto richiesto ai fini della mitigazione del rischio, in modo da scoraggiare attivamente la costituzione di garanzie ad alta intensità di carbonio e, di conseguenza, scoraggiare indirettamente gli investimenti in tali attività economiche. Al contrario, una banca centrale potrebbe assegnare un valore di garanzia più elevato ("scarti di garanzia di supporto") alle attività provenienti da settori a minore intensità di carbonio. In entrambi i casi, tali aggiustamenti avrebbero lo scopo di influenzare le condizioni di finanziamento degli asset in base al loro contributo ai rischi legati al clima. Potremmo immaginare uno scenario applicabile a imprese che operano nello stesso settore economico, applicando un supplemento (o uno sconto) agli asset emessi dall'impresa comparativamente più (o meno) attenta alle emissioni di carbonio. Un simile schema fornirebbe alle imprese un incentivo continuo a ridurre le proprie emissioni, salvaguardando al contempo la parità di condizioni tra i vari settori, dunque la neutralità settoriale.

Inoltre, affidandosi a un approccio dinamico che utilizza metriche volte a cogliere gli sforzi compiuti dagli emittenti per affrontare il rischio climatico (ad esempio, riducendo le proprie emissioni di carbonio), è possibile tenere conto dell'impegno degli emittenti alla transizione. L'aggiustamento degli scarti di garanzia in base a tali parametri terrebbe conto dei cambiamenti previsti nella resilienza degli emittenti agli scenari di transizione. Venendo alle attività di screening, distinguiamo tra uno screening negativo e uno positivo. Per quanto riguarda il primo, per screening negativo si intendono tutte le considerazioni

che portano a ritenere inammissibili alcune attività come garanzia, ad esempio in base a criteri settoriali, a criteri che guardano al rispetto di una norma esterna e/o alle caratteristiche di rischio climatico degli emittenti o delle attività.

La difficoltà nell'attuazione di tale strumento, pur sempre fondato sull'obiettivo di rendere maggiormente green il framework delle garanzie, risiede proprio nella considerazione secondo cui appare del tutto improbabile che un'attività con un valore di mercato positivo possa perdere tutto il suo valore a causa dei cambiamenti climatici nel corso della durata tipica delle operazioni di credito di politica monetaria.

L'impatto sulla corretta attuazione della politica monetaria dipenderebbe in larga misura dall'ampiezza dello screening negativo. Se lo screening negativo è ampio, applicato a un'ampia gamma di classi di attività o basato su metriche o criteri eccessivamente severi, potrebbe limitare la partecipazione delle banche alle operazioni di prestito; nonché a seconda della sua concezione, la misura potrebbe avere un impatto diverso sugli emittenti (o debitori) più grandi e più piccoli e creare, dunque, distorsioni tra le varie classi di attività.

Inoltre, è probabile che le politiche di garanzia basate sullo screening negativo avrebbero probabilmente un effetto maggiore sul valore di mercato delle attività escluse rispetto all'approccio di aggiustamento dello scarto di garanzia (vedi sopra nel paragrafo).

Infatti, una politica basata sull'esclusione è equivalente all'applicazione di uno scarto di garanzia del 100% alle attività in questione. In conclusione, uno screening negativo troppo ampio non solo potrebbe influire negativamente sulla protezione della banca centrale dal rischio finanziario, ma creerebbe delle disparità notevoli tra emittenti non giustificate o giustificabili.

Per ciò che attiene allo strumento di screening positivo, le banche centrali possono ampliare l'ambito delle attività idonee ai fini della garanzia, per includere alcuni tipi di attività che finanziano la transizione o che siano rispettose dell'ambiente.

Questa misura avrebbe probabilmente un effetto negativo minimo sull'efficacia degli strumenti di politica monetaria. Semmai, la politica ampliirebbe l'universo delle garanzie ammissibili senza incidere sulle garanzie ordinarie e sarebbe molto probabilmente coerente con un'attuazione regolare della politica monetaria, a differenza delle riflessioni affrontate in materia di "screening negativo".

Lo screening positivo avrebbe come risultato quello di migliorare le condizioni di finanziamento per i progetti a basse emissioni di carbonio attraverso un "premio di

idoneità" incorporato nel prezzo dei prestiti emessi per finanziare tali progetti. Questa misura potrebbe migliorare la liquidità e l'attrattiva delle attività verdi e a basse emissioni di carbonio, incentivando così le controparti di politica monetaria a rendere più ecologici i propri bilanci.

Tuttavia, l'attuazione di uno screening positivo potrebbe risultare impegnativo laddove il mercato degli asset verdi o a basse emissioni di carbonio sia poco sviluppato, incontrando dunque ostacoli come la carenza di asset verdi su cui pilotare tali incentivi.

Per concludere, è bene sottolineare come un problema globale quale il cambiamento climatico richieda necessariamente una cooperazione e coordinazione globale. Le singole banche centrali, infatti, potrebbero trovare giovamento nella condivisione di conoscenze derivanti dalle rispettive analisi e decisioni; questo appare quanto più necessario nell'ambito delle garanzie.

L'importanza del novero di operazioni attivabili dalle controparti delle banche – il tutto rientrando nel settore delle garanzie – rende necessaria la comunicazione chiara e immediata di ogni politica a riguardo. Infatti, un restringimento prematuro dei quadri di riferimento per le garanzie, o modifiche non adeguatamente comunicate, potrebbero comportare rischi per la stabilità che si estendono a livello transfrontaliero mettendo così a repentaglio soprattutto gli obiettivi legati alla stabilità dei prezzi.

Sia che scelgano di apportare modifiche a breve termine, sia che prevedano di adottare uno schema fondato sulla “non azione”, le banche centrali dovranno monitorare la reazione delle loro controparti all'evoluzione delle regole. Se tra le varie giurisdizioni esistono trattamenti divergenti delle attività sensibili al clima, è possibile che le garanzie vengano riposizionate. Le banche centrali che si sono mosse in anticipo potrebbero trovarsi con esposizioni inaspettatamente più ampie verso attività sostenibili, illiquide e costose da gestire. Quelle che si muovono più lentamente potrebbero scoprire che le loro esposizioni sono orientate verso attività notevolmente più a rischio (NGFS, 2021a, pp.16-45).

3. Cenni di vigilanza prudenziale: dalle aspettative di vigilanza 2023-2025 agli Stress test dell'EBA e della BCE

La politica monetaria e la politica di vigilanza condotta dalla BCE sono due aree distinte e condotte separatamente, in ragione di ciò è infatti stato fondato un Meccanismo di Vigilanza Unico come già accennato nel Capitolo II al paragrafo 3.

La BCE, nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico, stabilisce e revisiona annualmente le priorità di vigilanza per il triennio, sulla base delle vulnerabilità che gli istituti significativi sottoposti a vigilanza sono tenuti ad affrontare.

Le tre "Priorità" di vigilanza attengono rispettivamente a: (i) il rafforzamento della resilienza agli shock macro finanziari e geopolitici immediati; (ii) affrontare le sfide della digitalizzazione e rafforzare le capacità di indirizzo degli organi di governo; (iii) intensificare gli sforzi per affrontare il cambiamento climatico.

Per ciò che attiene ai profili di nostro interesse, la "Priorità 3" - declinata alla luce delle priorità stabilite per il triennio 2023/2025 - riguardo l'intensificazione degli sforzi per affrontare il cambiamento climatico, si incentra sul riconoscimento della necessità di fronteggiare le sfide della transizione come obiettivo urgente delle banche.

La vulnerabilità principale del sistema bancario, infatti, risiede nelle esposizioni materiali ai rischi fisici e di transizione che lo stesso subisce e l'obiettivo strategico per fronteggiare ciò viene inquadrato nella incorporazione dei rischi legati al clima e all'ambiente (rischi C&E) all'interno della strategia aziendale, dei quadri di governance e di gestione del rischio.

Il focus è stato posto anche alla luce delle perturbazioni del mercato energetico causate dalla guerra Russa-Ucraina, che hanno sottolineato ulteriormente le necessità per l'Europa di perseguire nello slancio verso le fonti di energia rinnovabili (Commissione, 2022). Tuttavia, quanto sopra detto, sottolinea uno spirito comune nelle politiche europee: le azioni poste in essere in virtù di un così etico obiettivo quale la delineazione di una finanza che sia sostenibile, sono spesso azioni in risposta – e quasi mai preventive – nonché animate da interessi economici che vengono ancora ritenuti predominanti rispetto ai fini principali che si dovrebbero perseguire.

I risultati dello stress test – di cui tratteremo più avanti nel paragrafo – hanno evidenziato come la capacità delle banche di generare reddito si basa in larga misura sui settori a più alta emissione e vi sono notevoli lacune in termini di allineamento con le aspettative di

vigilanza della BCE. Tali lacune risultano essere problematiche soprattutto in relazione all'allineamento rispetto all'aspettativa di vigilanza numero 7.

Essa recita: *“Ci si attende che gli enti integrino i rischi climatici e ambientali quali fattori determinanti per le categorie di rischio esistenti all'interno dei sistemi di gestione dei rischi, ai fini della loro gestione, del loro monitoraggio e della loro mitigazione su un orizzonte temporale sufficientemente lungo nonché in vista del regolare riesame dei relativi presidi. Gli enti dovrebbero individuare e quantificare tali rischi nel quadro del proprio processo complessivo finalizzato ad assicurare l'adeguatezza patrimoniale”*.

Di fatto, tale aspettativa di vigilanza tenta di mitigare quella che potrebbe essere una delle maggiori preoccupazioni per il settore bancario, ossia la tutela del capitale. Apprestare tale tutela necessita di un esercizio olistico finalizzato alla valutazione del rischio in tutte le aree operative di un ente, soprattutto in una visione prospettica.

A titolo di esempio citiamo un modello di esercizio di mappatura dei rischi climatici e dei loro potenziali effetti finanziari. (BCE, 2020b, pp. 32-36)

Riquadro 6

Esempio di prassi osservata: Mappatura dei rischi climatici in relazione ai rischi finanziari

Alcuni enti hanno introdotto un processo interno di mappatura dei rischi climatici e dei loro potenziali effetti finanziari. Una banca ha mappato i principali canali di trasmissione ricollegandoli alle categorie di rischio preesistenti e ha fornito una visione d'insieme dell'impatto stimato sul proprio profilo di rischio nonché una stima dei tempi.

Tavola A

Esempio stilizzato di mappatura dei rischi climatici in relazione agli effetti finanziari

| Fattori di rischio climatico | Potenziale impatto finanziario | Orizzonte temporale | Impatto sul profilo di rischio | Impatto sulla strategia |
|-----------------------------------|---|---------------------|--------------------------------|-------------------------|
| Politiche e aspetti legali | Deprezzamento di attività di società a elevata intensità di carbonio detenute nel portafoglio di investimento | 1-3 anni | ** | **** |
| Tecnologia | Sostituzione nell'offerta di beni e servizi da parte della clientela del settore automobilistico | 3-5 anni | * | *** |
| Fiducia dei mercati | Preferenza dei consumatori e degli investitori per prodotti più sostenibili | 1-3 anni | **** | * |
| Rischio fisico acuto | Danni a proprietà e attività in aree ad alto rischio | 1-3 anni | * | ** |
| Rischio fisico cronico | Maggiori oneri per la clientela in seguito a danni o perdite causati da incidenti climatici che si ripercuotono sulla loro capacità di rimborso | 1-3 anni | * | ** |

Fonte: BCE.

Tornando alle priorità stabilite per il triennio 2023-2025, tra le stesse figurano principalmente la risoluzione delle carenze individuate tramite lo stress test 2022, l'approfondimento sul rischio di reputazione e di contenzioso associato alle strategie e ai

profilo di rischi climatici e ambientali delle banche – come osserveremo nel Capitolo IV- nonché i lavori preparatori per l'esame delle capacità di pianificazione della transizione delle banche e della loro preparazione ai mandati ambientali, sociali e di governance (ESG) previsti dalla sesta direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD VI).

3.1 La proposta della Commissione del 27 ottobre 2021: *la Capital Requirements Directive VI*

La Direttiva 2013/36/UE (CRD) disciplina la complessa normativa prudenziale per le banche e le imprese di investimento. Gli emendamenti alla stessa Direttiva hanno permesso di affrontare adeguatamente le crisi susseguitesi nel 2007-2008 prima, nel 2011-2012 poi, fino ad arrivare alla crisi pandemica che ha influito sul settore finanziario. La nuova proposta di emendamento, presentata dalla Commissione il 27 ottobre 2021, persegue, tra i suoi obiettivi principali, quello di contribuire alla transizione verde.

Le due correnti principali, circa l'impatto delle tematiche in questione rispetto alla vigilanza prudenziale, prevedono che la regolamentazione in materia debba incentrare il proprio focus sulla "logica del rischio": i rischi ambientali non sono altro che manifestazioni di rischi già noti e regolamentati come il rischio di mercato, il rischio operativo, quello di liquidità, quello di reputazione; inoltre, la transizione ecologica del sistema finanziario deve essere primariamente guidata dall'azione dei governi, alla luce del ruolo BCE quale "policy taker e non policy maker" (cfr. nota 7).

Le maggiori innovazioni in materia ESG della proposta attengono alla informativa che gli intermediari sono tenuti a trasmettere, nonché i presidi da adottare affinché i governi degli enti si rendano edotti e consapevoli dei rischi.

L'attuale assetto regolamentare (CRD V), prevede obblighi di informativa ma per un numero ridotto di intermediari – rispetto a ciò che si propone con l'eventuale riforma – chiedendo, tra le diverse informazioni, la pubblicazione del Green Asset Ratio (GAR)¹¹⁹,

¹¹⁹ Per le banche il Green Asset Ratio è stato stabilito dalle autorità di regolamentazione europee come un indicatore chiave di performance per misurare la percentuale di attività economiche sostenibili rispetto alle attività economiche complessive. Il GAR può essere disaggregato in varie componenti al fine di ottenere una comprensione più approfondita del profilo di sostenibilità dell'istituto di credito. La decomposizione matematica del GAR complessivo porta ad una scomposizione in GAR parziali che misurano il grado di sostenibilità per tipo di controparte, obiettivo ambientale e tipo di asset: per esempio il Green Asset Ratio relativo alle esposizioni verso le imprese non finanziarie (GARNF), verso i clienti retail e i clienti privati (GARRE), verso le imprese finanziarie (CARFU). LA disaggregazione è mirata ad un'analisi dettagliata delle

ossia un indicatore chiave di performance per misurare la percentuale di esposizioni in bilancio allineate alla tassonomia rispetto al totale delle attività.

Dunque la nuova informativa ESG dovrebbe aumentare la qualità e la tipologia di standard di rendicontazione – missione supportata dalla entrata in vigore della CSRD¹²⁰ - estendendo i relativi obblighi anche a tutte le banche meno significative, sempre in virtù di un principio di proporzionalità¹²¹.

Per ciò che attiene gli assetti di governo degli enti finanziari, si richiede alle banche di valutare adeguatamente la sostenibilità delle riserve di capitale in un’ottica temporale di medio e lungo termine; nonché di stabilire piani di transizione che abbiano un orizzonte temporale di almeno, se non oltre, dieci anni, anche al fine di monitorare l’allineamento con le ambiziose *policy* europee.

Anche questa proposta può esser considerata parte della strategia della Commissione sulla finanza sostenibile, conseguentemente le preoccupazioni circa la sua concreta attuazione sono le medesime che attengono alla concreta attuazione di tutte le numerose previsioni che ormai arricchiscono il quadro europeo.

Appare condivisibile la decisione di potenziare le informazioni a disposizione del mercato, nonché che tutti gli attori coinvolti possano esser dotati di dati affidabili in materia ESG.

Eppure, la critica principale a tali proposte e discipline continua ad essere persistente la mancanza di informazioni uniformi e soprattutto la assenza di un’ univoca interpretazione dei criteri tecnici stabiliti dalle varie regolamentazioni (come la Tassonomia) (Banca d’Italia, 2022, pp. 7- 10).

varie componenti del GAR per far sì che l’interdipendenza tra le componenti stesse risulti più trasparente (Brühl, Volker, 2023, pp. 57-70).

¹²⁰ Cfr. Capitolo I paragrafo 3.4.

¹²¹ Per gli enti meno significativi la rendicontazione sarà richiesta annualmente e non semestralmente; mentre il novero di informazioni apparirà decisamente più contenuto.

3.2. Le prove di Stress Test – “the EU-wide stress test”

Il mandato dell’Autorità Bancaria Europea (EBA) si incentra sulla valutazione dei rischi e delle vulnerabilità del settore bancario nell’Unione, soprattutto attraverso periodici “stress test” paneuropei.

Nel contesto unionale è l'EBA a coordinare le prove di stress e, a tal fine, l'EBA collabora con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), la Commissione europea, la Banca centrale europea (BCE) e le autorità nazionali competenti (BCE, 2022b, pp. 9-10). Lo stress test consente di poter valutare la resilienza del sistema bancario – del capitale di ciascun ente creditizio partecipante – a coprire le possibili perdite e sostenere l’economia in scenari sicuramente estremi ma anche decisamente probabili.

Tali prove di stress prevedono la pubblicazione di dati comparabili a livello di ciascuna singola banca, per poter analizzare come i bilanci delle stesse possano reagire a detti scenari avversi.

Tali strumenti alimentano il processo decisionale in materia di vigilanza, costituendo input che verranno incanalati nel cosiddetto “Processo di revisione e valutazione prudenziale” (SREP)¹²²; nonché permettono di ponderare e determinare future azioni di mitigazione dei rischi adeguate.

Lo stress test del 2021 ha riguardato un campione di 50 banche, rappresentanti circa il 70% delle attività totali delle banche UE, ed è stato formulato secondo un modello “bottom-up”. Ciò significa che gli stress test EBA sono costruiti in modo tale da raffrontare due scenari prevalenti: uno di base e uno avverso.

La metodologia “bottom-up” limita il grado di discrezionalità delle banche, permettendo così la parità di condizioni e la comparabilità dei risultati.

Nell’ambito di tale metodologia, infatti, sono le banche stesse a fornire i relativi dati seguendo gli scenari stilati dall’EBA e l’analisi riguarda principalmente l’impatto delle

¹²² Da la rubrica “Facciamo chiarezza” della BCE, “Cos’è lo SREP?”: “Le autorità di vigilanza svolgono un regolare esercizio di valutazione e misurazione dei rischi a livello di singola banca. Questo momento fondamentale dell’attività di vigilanza, denominato “processo di revisione e valutazione prudenziale” (supervisory review and evaluation process, SREP), consiste nel sintetizzare i risultati emersi dall’analisi per un dato anno e nell’indicare alla banca le azioni da intraprendere. Nello specifico, lo SREP mette a fuoco la situazione dell’intermediario in termini di requisiti patrimoniali nonché di gestione dei rischi. Nella decisione SREP, che l’autorità di vigilanza invia alla banca a conclusione del processo, si definiscono gli obiettivi fondamentali per fronteggiare le problematiche riscontrate. La banca deve quindi effettuare un intervento correttivo nei tempi previsti. Lo SREP fornisce ai responsabili della vigilanza uno strumento armonizzato per esaminare il profilo di rischio delle banche da quattro diverse angolazioni: il modello imprenditoriale; la governance e la gestione del rischio, il rischio di capitale e il rischio di provvista”.

perdite dovute al rischio di credito, al rischio di mercato e al rischio operativo sui coefficienti patrimoniali CET1¹²³ (Common Equity Tier) delle banche.

Lo scenario avverso per lo stress test 2021 è stato necessariamente ancorato agli shock derivanti dalla pandemia Covid-19; esso si presenta particolarmente caratterizzato da un forte calo della “fiducia finanziaria” che porta ad un prolungamento della contrazione economica mondiale. Gli shock rilevati nello scenario avverso portano a: un calo globale dei tassi privi di rischio a lungo termine; un calo sostenuto del PIL – del 3,6% dal 2020 al 2023 -; un aumento del tasso di disoccupazione dell’UE; un inevitabile calo degli utili delle imprese e del prezzo degli immobili – soprattutto commerciali – che porta ad una rivalutazione delle aspettative degli operatori di mercato.

La convenzione utilizzata nella calibrazione degli scenari avversi è quella di “nessun cambiamento di politica”, dal punto di vista fiscale e monetario.

Lo scenario del 2021 è stato, inoltre, il primo ad ipotizzare un orizzonte temporale “di lungo termine” per la previsione degli impatti risultati da shock macroeconomici.

Tuttavia il dato rilevante, ai fini della nostra analisi, attiene alla mancata considerazione del rischio climatico nello scenario. La spiegazione fornita attiene alla carenza di metodologie, ancora in via di sviluppo, che possano portare all’introduzione di tale rischio in un quadro di stress test; tuttavia questa risposta fornita dall’EBA appare piuttosto in contrasto rispetto alla direzione del quadro europeo in materia di vigilanza prudenziale, orientato a percepire il rischio climatico come una componente dei già regolamentati e parametrabili rischi finanziari (EBA, 2021, pp.2-8)

Per quanto riguarda lo stress test 2023, indetto dall’EBA il 31 gennaio 2023, l’esercizio valuta la performance delle banche secondo – nuovamente – un modello “bottom-up” per il periodo 2023-2025.

Le novità rispetto al 2021 si sostanziano in uno scenario avverso che prevede un peggioramento delle tensioni geopolitiche e, per la prima volta, presenta una ripartizione degli shock per settori economici.

¹²³ Il Common Equity Tier 1 ratio (CET1) esprime il rapporto tra la componente ordinaria e primaria del capitale di un istituto e le attività ponderate per il rischio (il Tier 1 infatti è formato dal capitale versato, dalle riserve e dagli utili non distribuiti). Esso indica la misura attraverso cui, con le proprie risorse, una banca garantisce i prestiti concessi, ponderati alla luce del rischio connesso al relativo prestito. Esso rappresenta inoltre il miglior – qualitativamente parlando – patrimonio di vigilanza in quanto ha la capacità di assorbire immediatamente le perdite quando si verificano. Al contrario il capitale Tier 2 è il capitale di emergenza che subentra nel momento in cui una banche fallisce ed è funzionale all’assorbimento delle perdite prima che esse vengano sostenute dai depositanti e dai creditori generali. (BIS, 2019).

Lo stress test in questione vedrà partecipare un campione molto più ampio rispetto agli anni precedenti, coprendo 70 banche dell'UE e il 75% delle attività bancarie totali dell'UE.

Gli obiettivi espressamente sanciti dall'EBA nell'apprestare il suddetto esercizio sono: (i) valutare e confrontare la resilienza complessiva delle banche dell'UE in caso di gravi shock economici; (ii) valutare se i livelli di capitale delle banche sono sufficienti a garantire che le stesse possano sostenere l'economia in periodi di stress; (iii) promuovere la disciplina di mercato attraverso la pubblicazione trasparente di dati coerenti e comparabili; (iv) fornire input al processo di revisione e valutazione prudenziale per le autorità di vigilanza competenti.

Tuttavia i risultati dello stress test 2023 saranno disponibili solo alla fine di luglio 2023, potendo adesso incentrare la nostra analisi solo sulla predisposizione del modello da parte dell'EBA.

Come anticipato, soprattutto per ciò che attiene al rischio di credito, le banche dovranno fornire per la prima volta una ripartizione delle esposizioni nei confronti delle imprese e delle relative riduzioni di valore per settore economico, applicando dunque sensibilità settoriali anche alle proiezioni a livello di portafoglio.

Lo scopo principale della suddivisione per settore è quello di garantire che i risultati dello stress test riflettano le reali esposizioni delle banche nei confronti del singolo comparto, aumentando conseguentemente la credibilità dell'esercizio.

Inoltre, si presterà maggior attenzione allo scenario del rischio di mercato poiché si ritiene essere l'unico in grado di fornire shock istantanei che attengono a: tassi di interesse, tassi di cambio, azioni, materie prime, spread del credito sovrano e corporate, volatilità, riserve di liquidità e aspettative di inflazione globale.

Nuovamente il cambiamento climatico non risulta compreso nelle previsioni dell'esercizio e, nuovamente, la motivazione addotta risulta essere quella della carenza di metodologie adeguate per implementare negli scenari tale rischio.

La mancata previsione di una corretta implementazione delle tematiche ambientali nei modelli di vigilanza è un fattore preoccupante; sul fronte, nessun ritardo pare ormai ammissibile. Tuttavia l'EBA, insieme alle autorità di vigilanza europee, alla BCE e al Comitato Europeo per il rischio sistemico (ESRB), ha avviato la preparazione di uno stress test climatico congiunto – *una tantum* – per il settore finanziario dell'UE in

conformità della “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy”¹²⁴ della Commissione del 2021. (EBA, 2023, pp.1-6)

Ricordiamo, per concludere e precisare, come la BCE conduca prove di stress di vigilanza ai sensi dell’articolo 100¹²⁵ della Direttiva 36/2013; in conseguenza, gli stress test tenuti unicamente dalla BCE si inseriscono nel corso degli anni in cui non viene svolta la prova da parte dell’EBA. Gli esercizi BCE si incentrano su un ambito di interesse settoriale e specifico e nel 2022 è stata avviata la prova in materia di “rischio climatico”.

Da questo esercizio non è scaturito alcun impatto patrimoniale diretto per le banche, essendo meramente conoscitivo e mirato a valutare il grado di preparazione delle banche al suddetto rischio. Esso si compone di tre moduli: (i) un questionario sulle capacità delle banche di fronte al rischio climatico; (ii) un’analisi sul piano comparato tra banche e enti parzialmente analoghi e caratterizzati da un’elevata intensità di emissioni ai fini della valutazione del modello imprenditoriale; (iii) un’effettiva prova di stress attraverso il modello “bottom-up” (scenario di base e scenario avverso).

Gli scenari macro finanziari di riferimento sono predisposti dal NGFS – a differenza degli scenari EBA – e riflettono maggiormente i rischi fisici di breve e lungo termine che le banche si troveranno a fronteggiare.

Tale prova di stress – fornita dalla BCE - andrà ad aggiungersi alle altre iniziative in materia di clima in materia di vigilanza e tra queste sommariamente ricordiamo: a) la prova di stress sui rischi climatici estesa all’intera economia, divulgata a settembre 2021; b) la valutazione circa le proprietà bancarie per la gestione dei rischi climatici e ambientali; c) l’analisi tematica del 2022 sull’integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie di rischio, nella governance e nei sistemi e processi di gestione dei rischi delle banche. (BCE, 2022a, pp. 1-2).

¹²⁴ Vedi la “Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni Empty” – “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy”, Strasburgo, 6.7.2021, COM(“=”) 390 final <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0390&from=PL>

¹²⁵ Articolo 100 Direttiva 36/2013 – Prove di stress prudenziali : “1. Le autorità competenti effettuano ove opportuno, ma almeno una volta l'anno, prove di stress prudenziali sugli enti soggetti alla loro vigilanza, per facilitare il processo di revisione e valutazione prudenziale di cui all'articolo 97.

2. L'ABE emana orientamenti conformemente all'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010 per assicurare che le autorità competenti utilizzino metodologie comuni per le prove di stress prudenziali annuali”.

CAPITOLO IV: IL RISCHIO DI CONTENZIOSO CLIMATICO TRA SISTEMATICA E ATTUALITÀ: LE DIVERSE TIPOLOGIE DI CONTROVERSIE E IL CASO CLIENTEARTH VS. BNB

SOMMARIO: 1. Il rischio di contenzioso climatico tra le aspettative di vigilanza – 2. I “*Climate-related litigation risks*” come subcategoria dei rischi fisici e dei rischi di transizione – il caso Eni come “causa strategica” e l’incremento del contenzioso climatico contro le istituzioni finanziarie – 3. La classificazione sistematica del contenzioso climatico – 3.1. La tutela dei diritti fondamentali: il conflitto tra diritto di proprietà e politiche di transizione – 3.2. Il contenzioso sulla *disclosure*: la conseguenza di una scorretta gestione dell’informativa – 3.3. Le ripercussioni delle scelte “anti-climatiche” degli amministratori in violazione dei loro doveri fiduciari – 3.4. L’ampiezza del mandato BCE come probabile fonte di contenzioso climatico – 4. Il caso ClientEarth vs. Banca Nazionale del Belgio e l’ipotesi di un rinvio pregiudiziale innanzi alla Corte di Giustizia dell’Unione Europea

1. Il rischio di contenzioso climatico tra le aspettative di vigilanza

La “Guida sui rischi climatici e ambientali” pubblicata dalla BCE nel Novembre 2020 ha rappresentato un documento fondamentale per l’analisi fin ora svolta.

Tale Report ha rappresentato la prima forma di mappatura di tutti i rischi imminenti che le banche si trovano a fronteggiare e che assumeranno una sempre maggior portata, qualora non dovessero esser prontamente presi in considerazione.

Il documento ha fornito spunti fondamentali soprattutto nell’ambito delle delineate aspettative di vigilanza, che hanno riguardato rispettivamente: (i) i modelli imprenditoriali e la strategia aziendale; (ii) la governance e la propensione al rischio; (iii) la gestione dei rischi; infine, (iv) l’informativa.

Nell’ambito delle aspettative di vigilanza relative alla governance e la propensione al rischio (ii), per ciò che attiene alla “struttura organizzativa”, precisamente all’Aspettativa 5.5., ci si attende che gli enti definiscano i precisi confini della “funzione di conformità”, assicurando così che i rischi di conformità relativi ai rischi climatici siano presi efficacemente in considerazione.

Per poter chiarire tale assunto – e come lo stesso sia necessario ai fini della corretta comprensione del rischio di contenzioso climatico - è necessario precisare le definizioni di “funzione di conformità” e conseguenti “rischi di conformità”.

La funzione di conformità è definita dal capitolo 21 degli Orientamenti dell'EBA sulla governance interna (ABE/GL/2017/11) ai paragrafi 187-196¹²⁶. Per chiarezza espositiva si riporta unicamente il paragrafo 192 che ci fornisce l'accurata definizione per procedere nella nostra analisi: *“192. La funzione di conformità dovrebbe consigliare l'organo di amministrazione in merito a misure da adottare per garantire la conformità a leggi, norme, regolamenti e standard applicabili e dovrebbe valutare il possibile impatto di eventuali modifiche nel contesto giuridico o normativo sulle attività e sul quadro di conformità dell'ente”*.

¹²⁶ Volendo riportare fedelmente il testo di riferimento degli Orientamenti EBA sulla governance interna (ABE/GL/2017/11): *“187. Gli enti dovrebbero istituire una funzione di conformità permanente ed efficace per gestire i rischi di conformità e dovrebbero nominare una persona in qualità di responsabile di tale funzione nell'intero ente (il preposto alla conformità o il responsabile della conformità).*

188. Se non è proporzionato nominare una persona che si dedichi soltanto al ruolo di responsabile della conformità tenendo in considerazione il principio di proporzionalità stabilito al titolo I, tale funzione può essere combinata con quella di responsabile della funzione di gestione dei rischi o può essere esercitata da un'altra persona esperta (ad esempio il responsabile dell'ufficio legale), a condizione che non ci sia alcun conflitto di interesse tra le funzioni combinate.

189. La funzione di conformità, incluso il responsabile della conformità, dovrebbe essere indipendente dalle linee di business e dalle unità interne che controlla e disporre di autorità, peso e risorse sufficienti. Tenendo conto dei criteri di proporzionalità stabiliti al titolo I, tale funzione può essere assistita dalla funzione di gestione dei rischi o combinata con quest'ultima o con altre funzioni appropriate, ad esempio la divisione degli affari giuridici o il dipartimento risorse umane.

190. Il personale preposto alla funzione di conformità dovrebbe possedere conoscenze, competenze ed esperienza sufficienti in materia di conformità e relative procedure e avere accesso a formazioni periodiche.

191. L'organo di amministrazione nella sua funzione di supervisione strategica dovrebbe sorvegliare l'attuazione di politiche di conformità ben documentate, che dovrebbero essere comunicate a tutto il personale. Gli enti dovrebbero istituire un processo per valutare regolarmente le modifiche intervenute nella legislazione e nei regolamenti applicabili alle proprie attività.

192. La funzione di conformità dovrebbe consigliare l'organo di amministrazione in merito a misure da adottare per garantire la conformità a leggi, norme, regolamenti e standard applicabili e dovrebbe valutare il possibile impatto di eventuali modifiche nel contesto giuridico o normativo sulle attività e sul quadro di conformità dell'ente.

193. La funzione di conformità dovrebbe garantire che il monitoraggio della conformità sia eseguito mediante un programma di monitoraggio della conformità strutturato e ben definito a tale scopo e che la politica di conformità sia rispettata. La funzione di conformità dovrebbe informare l'organo di amministrazione e comunicare, se del caso, con la funzione di gestione dei rischi, in merito al rischio di conformità dell'ente e alla sua gestione. La funzione di conformità e la funzione di gestione dei rischi dovrebbero cooperare e scambiarsi le informazioni opportune per svolgere i rispettivi compiti. I risultati dell'attività della funzione di conformità dovrebbero essere tenuti in considerazione dall'organo di amministrazione e dalla funzione di gestione dei rischi nell'ambito dei processi decisionali.

194. In linea con la sezione 18 dei presenti orientamenti, la funzione di conformità dovrebbe anche verificare, in stretta cooperazione con la funzione di gestione dei rischi e con l'unità degli affari giuridici, che i nuovi prodotti e le nuove procedure rispettino l'attuale quadro normativo e, se del caso, qualunque modifica imminente della legislazione, dei regolamenti e degli obblighi di vigilanza.

195. Gli enti dovrebbero adottare misure adeguate nei confronti di comportamenti fraudolenti interni ed esterni e di violazioni della disciplina (ad esempio violazione delle procedure interne o dei limiti).

196. Gli enti dovrebbero garantire che le loro filiazioni e succursali intraprendano azioni per garantire che le loro operazioni siano conformi alle leggi e ai regolamenti locali. Se le leggi e i regolamenti locali ostacolano l'applicazione di procedure e sistemi di conformità più rigorosi attuati dal gruppo, in particolare se impediscono la divulgazione e lo scambio di informazioni necessarie tra le entità all'interno del gruppo, le filiazioni e le succursali dovrebbero informarne il preposto alla conformità o il responsabile della conformità dell'ente consolidante.” (EBA, 2018, pp. 44-45).

In particolare, leggiamo dal paragrafo 192, come la più volte citata “conformità” si valuta alla luce di norme, regolamenti, leggi e standard applicabili, garantendo così che l’ente operi nella piena legalità e, specialmente, al passo con i frequenti mutamenti dei quadri legislativi.

In tal senso, la disamina del Capitolo I ha avuto come principale obiettivo quella di illustrare le numerosissime innovazioni legislative – comunitarie e internazionali – in materia di sostenibilità. Ne consegue che la funzione di conformità, nell’attuale contesto, riguarda anche tali numerose previsioni cui l’organo d’amministrazione delle banche dovrà adattarsi, assicurando una corretta copertura di rischi di conformità, quali i rischi reputazionali, i rischi di responsabilità legale e soprattutto i rischi di contenzioso climatico.

Ancora, nell’ambito delle aspettative di vigilanza relative alla gestione dei rischi (iii), in particolare riferendoci alla gestione del rischio operativo, l’Aspettativa 9.2 si occupa di precisare in maniera del tutto inequivoca come: ***“Gli enti dovrebbero valutare in quale misura la natura delle attività in cui sono coinvolti accresca il rischio di un impatto finanziario negativo derivante da un futuro danno reputazionale, responsabilità legale e/o contenzioso. Sulla base degli orientamenti dell’ABE, il sistema di gestione dei rischi dovrebbe coprire tutti i rischi rilevanti a cui è soggetto un ente, tenendo adeguatamente conto sia di quelli finanziari sia di quelli non finanziari, incluso il rischio reputazionale. I rischi reputazionali possono emergere repentinamente e colpire le imprese in tempi brevi. Gli enti collegati a controversie sociali o ambientali, o, più in generale, che non sono percepiti come abbastanza sensibili alle problematiche ambientali nello svolgimento delle proprie attività, potrebbero essere esposti a un impatto finanziario negativo derivante da rischi reputazionali in seguito al mutare della fiducia dei mercati in relazione ai rischi climatici e ambientali. Analogamente, per evitare rischi reputazionali o di contenzioso derivanti da controversie relative ai propri prodotti, ad esempio determinate da investimenti in prodotti con un impatto ambientale avverso, gli enti dovrebbero anche considerare di valutare la conformità dei propri prodotti di investimento alle migliori prassi internazionali o a livello di UE, fra cui ad esempio lo standard UE per le obbligazioni verdi (Green Bond Standard). Il finanziamento di società che svolgono attività particolarmente inquinanti può costituire un ulteriore fattore di rischio reputazionale per gli enti. Inoltre, gli enti potrebbero ritenere di adottare politiche in materia di rapporti con la clientela e risposta alle controversie ove queste si verificano. Gli enti potrebbero considerare di sottoporre le controparti a uno screening*”**

periodico sulle attività controverse, svolgendo esercizi sull'impronta ambientale e/o sul costo del danno ambientale tesi a identificare potenziali sacche di rischio; gli esiti di tali esercizi andrebbero inclusi nella relativa reportistica.” (BCE, 2020b, p. 41).

Il rischio di contenzioso climatico, alla luce delle aspettative di vigilanza, si palesa anche qualora l'ente di riferimento venga considerato “poco sensibile” alle tematiche ambientali e climatiche, rendendolo necessariamente un elemento su cui approfondire riflessioni ancora poco definite.

Di fatto, i rischi realmente contemplati e misurati all'interno delle riflessioni in materia sono gli analizzati “rischi fisici” e “rischi di transizione” (cfr. Capitolo II), ricondotti con non poche difficoltà nell'alveo dei rischi finanziari. Eppure, l'attualità ci porta a riflettere su come sia possibile individuare un'ulteriore categoria di rischi qualificati generalmente come “rischi di responsabilità” - o “liability risks”, definiti da Mark Carney, Governatore della Banca d'Inghilterra dal 2013 al 2020, nel senso di impatti che potrebbero verificarsi se le parti che hanno subito perdite o danni a causa degli effetti del cambiamento climatico chiedano un risarcimento a coloro che ritengono responsabili (Carney, 2015) – che vedono la loro fonte principale nel contenzioso climatico e che possono, anch'essi, essere ricondotti a rischi finanziari per le banche centrali e gli istituti finanziari.

2. I “*Climate-related litigation risks*” come subcategoria dei rischi fisici e dei rischi di transizione – il caso Eni come “causa strategica” e l'incremento del contenzioso climatico contro le istituzioni finanziarie

Partendo dall'assunto per cui i rischi fisici e di transizione sono categorie di rischi a sé stanti, è possibile che gli stessi vengano aggravati dalle controversie legali legate al clima. Nel contesto del contenzioso climatico, vi possono essere casi ritenuti strategici rispetto a casi meno strategici: vi è il caso per cui l'evento o l'impatto avverso possono essere direttamente attribuiti all'azione - o all'inerzia - di una società, di un governo o di un altro ente. A titolo di esempio, potrebbe essere il caso di un'azienda ritenuta responsabile di aver provocato direttamente un incendio che il cambiamento climatico ha semplicemente reso più probabile; in considerazione di una tale eventualità, è più probabile che il caso abbia rilevanza unicamente per le parti coinvolte piuttosto che spingersi al di là delle preoccupazioni dei singoli.

A volte, però, ci troviamo in presenza di casi “strategici” in cui le motivazioni che spingono i ricorrenti a intentare le cause mirano a provocare un cambiamento più ampio nella società (Setzer & Higham, 2021, p.12). Per la maggior parte di questi casi, gli obiettivi dei ricorrenti includono l'avanzamento delle politiche climatiche, la creazione di una consapevolezza pubblica, nonché la sensibilizzazione dell'opinione pubblica o ancora il cambiamento nel comportamento degli attori governativi o industriali (Setzer e Byrnes, 2020, pp.13-14). Un esempio di grande attualità è rappresentato dalla causa intentata da Greenpeace Italia e ReCommon contro Eni S.p.a.

Il 9 maggio 2023 è stato depositato al Tribunale di Roma l'atto di citazione da parte di Greenpeace Italia¹²⁷ e ReCommon¹²⁸, insieme a privati cittadini e cittadine - tutti soggetti che direttamente subiscono e temono di subire in futuro le conseguenze dell'aggravarsi della crisi climatica a causa della condotta della multinazionale petrolifera italiana – ai fini dell'accertamento della responsabilità di Eni s.p.a., del Ministero dell'Economia e delle Finanze e della Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. per danni alla salute, all'incolumità e alle proprietà, nonché per aver messo, e aver continuato a mettere, in pericolo gli stessi beni per effetto delle conseguenze del cambiamento climatico (ReCommon, 2023).

La responsabilità di Eni, rispetto al cambiamento climatico, viene sostenuta attraverso degli studi di “attribution science”, ossia quella particolare branca che consente di ricondurre a un preciso soggetto un altrettanto preciso quantitativo di emissioni non conformi con quelli che sono i valori fissati a livello internazionale.

In particolare, è stato accertato – dallo stesso *Fact book* di Eni del 2021 (ENI, 2021, p. 5) - come Eni sia responsabile di un volume di emissioni di gas serra pari a circa 456 milioni di tonnellate (456 MT CO₂eq)¹²⁹; oltre all'attività di lobbismo e *greenwashing* atto a sviare le proprie responsabilità sui punti anzi detti.

¹²⁷ Dallo statuto di “Greenpeace – Ente del Terzo Settore” repertorio n. 1762/925 del 13 aprile 2019: “Articolo 3 – Scopi associativi – L'associazione persegue esclusivamente finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale e opera, senza fini di lucro, svolgendo attività di interesse generale nel settore della salvaguardia e del miglioramento delle condizioni dell'ambiente e dell'utilizzazione accorta e razionale delle risorse naturali”.

¹²⁸ Dallo statuto dell'Associazione ReCommon APS: “Art.2 – Finalità e attività - L'Associazione non ha fini di lucro neppure indiretto e si propone di svolgere in via esclusiva o principale attività di interesse generale volte a stimolare lo sviluppo autonomo e sostenibile delle comunità locali e ad attivare la cittadinanza a denunciare abusi e ingiustizie, in particolare da parte di chi detiene maggiori responsabilità e potere, ad agire per la protezione dell'ambiente e del clima, a promuovere l'equità sociale nella transizione ecologica e a sostenere la lotta al malaffare, agli abusi di potere e alla corruzione nazionale e internazionale. L'ordinamento interno dell'Associazione è ispirato a criteri di democraticità, di uguaglianza dei diritti e delle pari opportunità di tutti gli associati, le cariche associative sono elettive e tutti gli associati possono accedervi.

¹²⁹ Nel rapporto viene indicato il Net GHG Lifecycle Emission (Scope 1, 2, 3), ossia un indicatore fa riferimento a tutte le emissioni Scope 1, 2 e 3 associate alle attività e i prodotti energetici venduti da Eni,

Questo esempio di “causa strategica” è funzionale per sottolineare come gli obiettivi, - poco sottesi - cui si intende mirare nell’intentare tale controversia, siano volti all’ottenimento *in primis* di una inibitoria rispetto a determinate condotte direttamente deleterie, ma anche ad un cambiamento della governance e della compliance alla nuova sensibilità sostenibile di enti portatori di interessi, soprattutto economici, elevatissimi. Volendo ritornare al tema di nostro interesse, un fenomeno in crescente evoluzione è rappresentato proprio dall’incremento del contenzioso climatico nei confronti delle istituzioni finanziarie.

In riferimento alle azioni portate avanti nei confronti di questa particolare categoria di soggetti, appare logico collegarci ad un fenomeno di “contenzioso strategico”.

La maggior casistica, nel settore finanziario, attiene a cause intentate in virtù di una divulgazione e gestione dei rischi legata al clima non adeguata o del tutto assente.

Nello specifico, una “disclosure” del tutto inadeguata da parte delle banche in materia di rischi climatici equivale a fornire un quadro poco veritiero e poco equo relativo alla propria posizione finanziaria e alla propria performance, impedendo così a diversi soggetti – a titolo di principale esempio, i soci stessi – di poter attuare una valutazione informata delle operazioni e prospettive future della banca stessa.

Inoltre, data la notevole importanza acquisita dal sistema delle varie Tassonomie (cfr. Capitolo I, par. 1.2. e par. 4.2; Capitolo II, par. 3.1.), potrebbero verificarsi sempre più spesso richieste di risarcimento a seguito della violazione delle innovate norme in materia di informativa, a maggior ragione riguardo i prodotti finanziari¹³⁰.

lungo la loro catena del valore e al netto degli offset principalmente da Natural Climate Solutions e da applicazione di soluzioni tecnologiche. L’impronta carbonica così considerata è una misura che esprime in CO2 equivalente il totale delle emissioni di gas ad effetto serra associate direttamente o indirettamente ad un prodotto, un’organizzazione o un servizio. La carbon footprint raggruppa le fonti emissive in tre macro-classi: “Scope 1” si riferisce alle emissioni dirette; “Scope 2” alle emissioni indirette da consumo energetico; “Scope 3” alle emissioni indirette derivanti dalle attività a monte e a valle dell’organizzazione. Si veda il Fact Book di Eni al sito: <https://www.eni.com/assets/documents/ita/bilanci-rapporti/2021/Fact-Book-2021.pdf>

¹³⁰ Le società che desiderano utilizzare queste tassonomie per pubblicizzare i propri titoli potrebbero essere tenute a comunicare elementi specifici per assicurare ai potenziali investitori che i prodotti rientrano in una determinata categoria “verde”. Queste informazioni porterebbero, dunque, ad esporre gli operatori dei mercati finanziari a un maggiore rischio di controversie. A mero titolo di esempio, le autorità pubbliche potrebbero avviare indagini contro gli emittenti e i venditori di prodotti finanziari “verdi” per proteggere i consumatori e promuovere una concorrenza leale; per non parlare delle conseguenti accuse di greenwashing cui gli emittenti potrebbero esser sottoposti (cfr. Australian Competition and Consumer Commission, ‘Goodyear Tyres Apologises, Offers Compensation for Unsubstantiated Environmental Claims’, 26 giugno 2008, al sito: <http://climatecase-703.chart.com/non-us-case/australian-competition-and-consumer-commission-v-goodyear-tyres>).

Ulteriore casistica, di cui è bene monitorare la repentina evoluzione, attiene alle violazioni dei doveri fiduciari da parte degli organi amministrativi di enti facenti parte del mercato finanziario.

Immaginiamo il caso in cui gli amministratori di una banca vengano ritenuti responsabili di cagionare “danni indiretti” all’ambiente, in virtù delle loro decisioni di finanziamento a vantaggio di progetti ad alta emissione di gas serra.

Il rischio evidente per le istituzioni finanziarie sposta prospettiva: da un lato a risentirne è sicuramente il bilancio delle stesse; dall’altro tali istituzioni risultano esposte ad un tipo di responsabilità diretta.

In definitiva la casistica rappresentata è decisamente più ampia di quella appena illustrata, eppure una prima sistematica relativa al contenzioso climatico come rischio per gli enti finanziari compare nelle riflessioni solo di recente (NGFS, 2021b, pp. 5-7).

Nel paragrafo successivo ci concentreremo sull’analisi di tale sistematica, di cui si iniziano a delineare le linee direttrici solo a partire dal 2019 grazie al contributo del Dott. Javier Solana nel suo paper “Climate litigation in financial markets: a typology” (Solana, 2019, pp. 1-33).

3. La classificazione sistematica del contenzioso climatico

Il metodo più corretto per procedere ad una sistematica sul contenzioso climatico nel mondo finanziario è, sicuramente, prendere come riferimento ulteriori analisi sistematiche della letteratura accademica sul medesimo argomento.

Le analisi sviluppate sin ora hanno adottato diverse metodologie: gli studi meno recenti si sono dedicati principalmente alle argomentazioni e problematiche sulla legittimazione ad agire dei “claimants”, nonché alla difficoltà di ricostruire il nesso di causalità all’interno del contenzioso climatico; mentre approcci più recenti e più generalisti – dato l’incremento dell’interesse al tema e del quantitativo di ricorsi – si sono focalizzati sulla tipologia di richieste che sono alla base dei casi (Setzer & Vanhala, 2019, pp- 1-2).

Nella nostra analisi, l’approccio affrontato attiene alla diversa tipologia di cause instaurate nei confronti degli attori finanziari; sempre per quanto riguarda i nostri fini espositivi, ci riferiamo solo ad alcune tipologie di cause nell’ambito delle seguenti macroaree: la tutela dei diritti fondamentali, la corretta gestione dell’informativa, le conseguenze dell’interpretazione del mandato delle Banche Centrali.

3.1. La tutela dei diritti fondamentali: il conflitto tra diritto di proprietà e politiche di transizione

Occorre ricordare che, quasi impropriamente, sotto la voce “contenzioso climatico” risiedono cause che attengono più generalmente alla tutela dei diritti umani nell’ottica del principio di non discriminazione. Di fatto, un contenzioso che sia anche “sociale” ben rientra nell’ampio scopo paneuropeo di implementazione dei criteri ESG come baluardo del concetto di crescita e sviluppo sostenibile.

Ricollegandoci a quanto appena detto, proprio la prima categoria analizzata attiene alla incorporazione dei diritti fondamentali all’interno di casi che avevano come principale oggetto la contestazione di un investimento finanziario. Principi come il diritto alla vita, il diritto alla proprietà, il diritto ad un ambiente salubre e sicuro, nonché il diritto alla dignità umana, riecheggiano nelle corti di numerosi paesi.

Volendo portare l'analisi sul piano dell'analogia, di frequente si verificano casi che hanno ad oggetto misure di politica finanziaria poste in essere in forti periodi di crisi e capaci di perpetuare dei trattamenti discriminatori a scapito della tutela del diritto di proprietà¹³¹.

Con ogni probabilità, la decisione di promuovere la finanza sostenibile per accelerare il passaggio a un'economia a basse emissioni di carbonio potrebbe sollevare preoccupazioni simili tra gli investitori.

Abbiamo già osservato come si stia discutendo sulla fattibilità dell'uso della politica monetaria per promuovere la finanza sostenibile (cfr. Capitolo III, par. 2.2. in merito al framework dei *collateral* e alla possibilità di incentivare la transizione verde per il tramite di politiche quali lo scarto di garanzia, lo screening positivo e lo screening negativo). Qualora tali politiche dovessero trovare attuazione, la conseguenza più immediata sarebbe la contestazione da parte di banche svantaggiate – in quanto poco inclini alla transizione e all'attività di “*greening*” dei loro portafogli – di tali manovre per motivi di discriminazione.

Seppur le iniziative finora proposte in merito a politiche macroprudenziali volte alla transizione non si ritengano capaci di impattare drasticamente sui diritti corporativi degli azionisti, le stesse politiche potrebbero comunque compromettere la redditività dei “*brown assets*”¹³², minando così le aspettative degli investitori.

¹³¹ Pensiamo al celebre caso Albert e altri vs. Ungheria (n.5294/14) innanzi alla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo. Tale caso rappresenta un caposaldo in materia di compatibilità delle misure di ristrutturazione organizzativa bancaria con il diritto di proprietà come garantito dalla CEDU in quanto diritto fondamentale. Da un punto di vista sostanziale, Albert e altri v. Ungheria è un caso particolarmente interessante perché ha offerto alla Corte europea dei diritti dell'uomo l'opportunità di determinare come l'articolo 1 del protocollo n. 1 - che tutela il diritto di proprietà - si applica alle misure di ristrutturazione adottate al di fuori del tipico scenario di crisi bancaria e/o risoluzione (dunque, per analogia, tale articolo troverà applicazione anche nel futuro contenzioso generato dalle misure di transizione alla economia sostenibile messe in atto dalle banche). Tuttavia, la sentenza, respingendo i ricorsi per motivi procedurali, si astiene da una valutazione di merito; i motivi procedurali attengono alla qualifica degli azionisti come “vittime dirette” rispetto a misure, di ristrutturazione nel caso di specie, che attengono le loro imprese. Tali perplessità scaturite dal caso in materia potrebbero rappresentare un ulteriore nodo intricato nel futuro contenzioso, trovandosi la Corte nella possibilità di respingere ricorsi meritevoli di tutela per mere considerazioni procedurali.

¹³² Le banche stanno espandendo i propri portafogli di attività verdi seppur con notevole lentezza rispetto alle aspettative di transizione del quadro europeo, ciò alla luce dei numerosi vincoli sia di domanda che di offerta. Dal punto di vista della domanda, i progetti verdi bancabili sono ancora limitati – pur essendovi state in anni recenti notevoli spinte in tal senso – inoltre, nel contesto attuale, è ragionevole aspettarsi un aumento duraturo dei prezzi dei combustibili fossili e una tendenza all'indebolimento della redditività per le attività commerciali ad alto contenuto di carbonio. Le politiche pubbliche, come la fissazione del prezzo del carbonio, potrebbero ulteriormente orientare la propensione dei finanziatori verso gli investimenti verdi. Dal punto di vista dell'offerta, le banche potrebbero essere soggette a vincoli patrimoniali a causa dei rigidi requisiti patrimoniali e dei retaggi delle crisi passate (in particolare lo smantellamento delle misure di sostegno legate alle pandemie). Tuttavia, le misure macroprudenziali come il cosiddetto “brown penalizing factor” (cioè una maggiore ponderazione del rischio nei requisiti patrimoniali per le attività ad alta intensità di carbonio) e, al contrario, un fattore di sostegno verde che adegua i requisiti patrimoniali per le obbligazioni verdi, possono avere come effetto quello di alleggerire i vincoli di bilancio (Fanizza D., Cerami L., 2023, pp.7-8).

Solitamente i ricorsi innanzi alla Corte di Giustizia o alla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo (Corte EDU), non lasciano spazio a fruttuosa giurisprudenza capace di stanare le perplessità nella complessa materia del contenzioso climatico. Le stesse Corti appaiono restie ad effettuare un giudicato di merito rispetto ad enti – quali le banche e soprattutto le banche centrali – dotati di una notevole discrezionalità tecnica (Solana, 2019, pp. 6-8)

3.2. Il contenzioso sulla *disclosure*: la conseguenza di una scorretta gestione dell'informativa

Come anticipato al Capitolo IV paragrafo 2, i rinnovati stringenti obblighi di divulgazione del rischio climatico in capo agli operatori del mercato finanziario risultano la fonte più accreditata di contenzioso in materia.

Nel settore finanziario sono notevoli gli sviluppi dal punto di vista della disclosure, di fatti assistiamo alla crescente adozione delle raccomandazioni della Task Force on Climate- Related Financial Disclosures (TCFD)¹³³ del Financial Stability Board (FSB)¹³⁴ per la valutazione e la divulgazione del rischio climatico e per sostenere un processo decisionale informato per gli investimenti, oltre alle iniziative di finanza sostenibile per mobilitare la finanza tradizionale a investire nella transizione e nonché la considerazione del rischio climatico da parte delle autorità di regolamentazione finanziaria.

Le raccomandazioni del TCFD hanno evidenziato la necessità di valutare e divulgare informazioni rilevanti sui rischi e sulle opportunità climatiche per prendere decisioni e investire in modo informato. La motivazione principale, per cui gli attori del mondo finanziario si autovalutavano come “giustificatamente” incapaci di fornire una adeguata *disclosure*, riguardava la scarsità di dati a disposizione degli operatori, tali da poter correttamente divulgare informazioni relative a fattori – climatici e non - formalmente esterni rispetto all'impresa in sé.

Tuttavia, la transizione – e le conseguenti condotte per realizzarla - è divenuta fulcro delle riflessioni all'interno dei mercati finanziari in virtù della proliferazione delle prove del cambiamento climatico e di conseguenza anche l'ambiente legale sta evolvendo insieme al rischio di responsabilità per tali soggetti. Nel breve termine, è probabile che si

¹³³ Cfr. nota 103

¹³⁴ Cfr. nota 104

verifichino controversie legali a causa di un'errata valutazione della transizione, portandosi così al susseguirsi del fenomeno della perdita di valore delle aziende, fino a sanzioni normative o ad azioni degli azionisti contro amministratori e dirigenti.

In definitiva, futuri contenziosi potrebbero quindi essere la diretta conseguenza della mancata presa in considerazione del cambiamento climatico e della transizione con sufficiente serietà o tempestività (Golnarghi et al,2021,pp. 5-9).

Abbiamo precedentemente anticipato come il sistema delle Tassonomie sia fondamentale per la divulgazione di informazioni rispetto agli operatori del mercato finanziario. L'aver implementato il sistema della Tassonomia europea in un atto legislativo quale il Regolamento, comporta inevitabilmente una maggior vincolatività delle sue previsioni e conseguentemente degli obblighi di *disclosure*, rendendo così tale attività non più praticabile su base volontaria. Determinate tipologie di enti, dunque, sono ormai tenuti a comunicare elementi specifici per assicurare ai potenziali investitori che i prodotti rientrano in una determinata categoria "verde" (alla luce del sistema della Tassonomia). Oltre ad aumentare i costi di emissione e di negoziazione dei titoli, queste informazioni comportano l'esposizione degli operatori a un maggiore rischio di controversie. Per esempio, gli investitori potrebbero sostenere che un emittente ha travisato le informazioni su cui si sono basati per prendere una decisione di investimento e potrebbero intentare una causa per ottenere un risarcimento per le perdite subite. Ancora, le autorità pubbliche possono avviare indagini contro gli emittenti e i venditori di prodotti finanziari "verdi" per proteggere i consumatori e promuovere una concorrenza leale. Conseguentemente gli emittenti che dovessero essere ritenuti responsabili di una scorretta gestione delle informazioni nei confronti del pubblico degli investitori, potrebbero esser tenuti al risarcimento del danno e all'inibitoria di qualsiasi condotta che possa fuorviare il pubblico (Solana, 2019, pp. 15-21).

3.3. Le ripercussioni delle scelte “anti-climatiche” degli amministratori in violazione dei loro doveri fiduciari

I doveri fiduciari degli amministratori degli enti finanziari, e degli enti in generale, sono sempre stati fonte di accesi dibattiti circa l'estensione degli stessi e come si debbano rapportare a due interessi apparentemente in conflitto: la massimizzazione del profitto degli *shareholders* e le potenziali decisioni in materia di “finanza etica”.

Le due correnti principali e contrapposte vedono: da un lato, il dovere fiduciario degli amministratori di privilegiare l'interesse puramente economico degli azionisti (o dei beneficiari in generale) rispetto a qualsiasi riflessione ambientale, sociale o etica; dall'altro, il dovere fiduciario degli amministratori si estrinseca anche attraverso il perseguimento di “strade etiche” volte a mitigare i rischi climatici e sociali che, nella “*long run*”, comprometteranno inevitabilmente i rendimenti finanziari delle attività gestite¹³⁵.

Poiché lo scenario più immediato e più facilmente contemplabile attiene alla carenza di redditività - nel settore degli investimenti - degli asset di carbonio, con il conseguente aumento della domanda delle nuove tecnologie a basse emissioni, verranno predilette sempre più decisioni di investimento che tengano conto dei fattori ESG.

Una conseguente inerzia sul punto da parte degli amministratori dei fondi di investimenti, in particolare, non sarà più facilmente protetta dalle tradizionali difese legali in materia. Secondo celebri autori come Barker e altri, sicuramente il dovere di cura e diligenza in capo agli amministratori (“*duty of care and diligence*”) non li rende responsabili di ogni errore di valutazione e, di fatti, i tribunali appaiono di frequente restii nel giudicare il merito di decisioni manageriali che paino - quanto meno - assunte secondo criteri di buona fede, giudizio, trasparenza e rischio calcolato. Il punto di incontro tra la responsabilizzazione degli amministratori per le loro scelte discrezionali e la possibilità delle corti di entrare nel merito di queste stesse scelte, si trova nella celebre “*business judgement rule*”¹³⁶, la quale funge, inoltre, da strategia difensiva maggiormente utilizzata per le controversie in materia di responsabilità degli amministratori.

¹³⁵ Il riferimento all'annoso conflitto tra “*stakeholderism*” e “*shareholdersim*” è immediato. Cfr. Capitolo I, par. 3.2.1; nota 28

¹³⁶ Dai Quaderni Giuridici CONSOB, “*Business Judgement rule e mercati finanziari – efficienza economica e tutela degli investitori*”: “La regola, dunque, consiste nella presunzione del fatto che, nel decidere e porre in essere atti di gestione, gli amministratori di una società abbiano agito “*on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company*”. In assenza di

La “*business judgement rule*”, tuttavia, si attua soltanto per tutelare delle mancanze sostanziali in materia di governance, ossia quando l’amministratore di un ente assume una decisione attiva in merito ad una questione relativa alla sola esecuzione di un progetto; mentre non trova applicazione in caso di carenze procedurali in materia di governance, ossia quando la responsabilità dell’amministratore figura per la mancata considerazione di una questione rilevante, per una carenze nella informativa o per l’errore nella applicazione di metodologie adeguate (in sostanza, quando vi è stata una carenza nella valutazione del rischio, anche il rischio climatico).

La conseguenza di tale assunto è estremamente rilevante nell’ambito delle decisioni di investimento, la mancata integrazione di considerazioni ESG ormai doverose non risulterebbe più coperta dalla “*business judgement rule*” (Barker et al, 2016, pp. 212-226). Ritornando alle due precedenti correnti appena menzionate, la reale distinzione delle stesse – a voler esser precisi – non risiede nell’interesse volto a tutelare (la massimizzazione del profitto o la direzione etica degli investimenti) quanto nell’orizzonte temporale prescelto. Entrambe le posizioni, infatti, sono fondate sull’assunto per cui i migliori interessi dei soci (e/o investitori) sono in primo luogo i loro interessi finanziari; tuttavia, il perseguimento del benessere a breve termine non è più sostenibile di una prospettiva a lungo termine, soprattutto quando si guarda ai rischi causati dal cambiamento climatico.

Volendo dunque applicare tali ragionamenti e tale logica al caso specifico degli amministratori di una banca, immaginiamo il caso in cui essi decidano di aumentare la proporzione di attività ad alta intensità di carbonio nei portafogli della stessa: una tale attività potrebbe essere considerata come un rischio per la redditività della banca nel lungo periodo. Inoltre, data la crescente popolarità della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) tra gli operatori del mercato finanziario, gli amministratori di una banca che si rifiutano di divulgare i rischi legati al clima potrebbero essere esposti alle accuse di aver eroso la reputazione dell’ente alla luce degli elevati standard di condotta aziendale (Solana, 2019, pp. 23-29).

prova contraria, la decisione degli amministratori non verrà esaminata nel merito dal giudice a meno che essa non appaia del tutto irragionevole in base alle prove fornite dagli attori (“*it cannot be attributed to any rational business purpose*”).(Alvaro et al, 2016, p.13).

Per completezza cfr. Walt Disney Co. Derivative Litig., 906 A.2d 27, 52 (Del. 2006) che, a sua volta, cita Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984); Walt Disney cit., p. 74 che a sua volta cita Sinclair Oil Corp. V. Levien, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).

3.4. L'ampiezza del mandato BCE come probabile fonte di contenzioso climatico

L'analisi si conclude su quella tipologia di contenzioso climatico che rappresenta il fulcro dell'analisi condotta in questo elaborato, ossia quella tipologia di contenzioso che ha portato al proliferarsi di innumerevoli studi – in crescendo – rispetto all'ampiezza del mandato delle banche centrali e alla capacità dello stesso di ricomprendere la possibilità di un intervento proattivo in materia.

L'attenzione alla finanza sostenibile da parte delle iniziative europee e internazionali è stato il punto di convergenza dell'elaborato nella sua completezza (cfr. Capitolo I).

La BCE ha sempre adoperato misure di politica monetaria innovative per contrastare le diverse crisi susseguitesesi nei precedenti decenni, questo l'ha resa oggetto di numerose pronunce al fine di stabilire l'ampiezza del suo mandato e, in generale, della sua operatività in relazione alle misure dalla stessa attuate (cfr. *Pringle, Gauweiler, Waiss*, Capitolo II, par. 3.1.1, 3.1.2., 3.1.3.).

Le nuove proposte di politica monetaria – nonché nell'ambito della vigilanza prudenziale – (come elaborate nel Capitolo III) che mirano alla promozione della finanza sostenibile stanno generando notevoli preoccupazioni tra le parti interessate.

Possiamo di fatto aspettarci che, in particolar modo, gli istituti sottoposti a vigilanza decidano di intentare cause legali nel tentativo di limitare l'attuazione delle innovative politiche in materia. Conseguentemente, il contenzioso non può che avere ad oggetto proprio l'estensione dei mandati delle banche centrali e la legittimità per le stesse di attuare misure che talvolta paiono lontane dall'originario e primario obiettivo della stabilità dei prezzi (Solana, 2019, pp. 9-10).

In maniera del tutto opposta, il contenzioso potrebbe avere ad oggetto la contestazione della incapacità delle autorità pubbliche di assumere un ruolo più proattivo nella promozione della finanza sostenibile (come meglio indagheremo nel paragrafo dedicato all'analisi del caso *ClientEarth vs. Banca Nazionale del Belgio*, ossia il primo esempio di contenzioso climatico nei confronti di una banca centrale dell'Eurosistema).

4. Il caso ClientEarth vs. Banca Nazionale del Belgio e l'ipotesi di un rinvio pregiudiziale innanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea

Nel giugno del 2016 l'Eurosistema ha provveduto all'attuazione del Corporate Sector Purchase Programme¹³⁷ (CSPP), con l'acquisto di partecipazioni societarie.

Nei successivi anni di attuazione del Programma, numerose analisi si sono incentrate sul portafoglio di acquisto delle varie banche centrali. Il risultato ha evidenziato una preoccupante predilezione all'acquisto di partecipazioni da parte di imprese operanti in settori ad alta intensità di carbonio, confermandosi così un "carbon bias" nel portafoglio CSPP.

La particolarità di questo dato si comprende nel momento in cui è la stessa BCE ad aver provveduto alla divulgazione di questa problematica impronta di carbonio.

Nel Rapporto "*To be or not to be green: how monetary policy react to climate change*" della BCE del 2021, si legge come il 62,1% degli acquisti di obbligazioni societarie da parte della BCE (nell'ambito del CSPP) ricadono nel settore manifatturiero e della produzione di elettricità e gas. Questi settori sono responsabili del 58,5% delle emissioni di gas serra dell'area dell'euro, ma solo del 18% del valore aggiunto lordo dell'area (Boneva et al., 2021, p. 11).

Le conseguenze di tale agire non tardano ad arrivare, il 12 aprile 2021 ClientEarth – che come visto nel Capitolo I paragrafo 2.2.1. si è poi successivamente occupata della Richiesta di Riesame Interno del Regolamento 1214/2022 di precisazione della Tassonomia – ha intentato una causa presso la giurisdizione belga per contestare la validità del CSPP. La contestazione vede come soggetti coinvolti la BCE, in quanto responsabile della progettazione del Programma; la Banca Nazionale Belga, responsabile dell'attuazione del programma insieme ad ulteriori cinque Banche Centrali Nazionali.

Parte attrice sostiene l'invalidità del CSPP nonché l'illegalità della sua implementazione, da parte della Banca Nazionale del Belgio, in virtù della violazione della obbligazione di tenere in considerazione i requisiti di tutela ambientale da parte dei soggetti menzionati. Tale obbligazione trova la sua fonte in diverse previsioni normative – alcune di queste già analizzate nella trattazione -: l'articolo 11 del TFUE¹³⁸; l'articolo 37 della Carta dei

¹³⁷ Cfr. nota 101

¹³⁸ Cfr. Capitolo I par. 3; Capitolo III par.1

Diritti Fondamentali dell'Unione Europea¹³⁹; l'articolo 127(1) del TFUE¹⁴⁰; l'articolo 3(3) del TUE¹⁴¹; l'articolo 7 del TFUE¹⁴²; l'articolo 5(4) del TUE¹⁴³; l'articolo 2, 7 e 51 della Carta dei Diritti Fondamentali interpretati alla luce della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo¹⁴⁴; l'articolo 41(2)(c) della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea e l'articolo 296(2) del TFUE (ClientEarth, 2021, p.1).

Le richieste che ClientEarth rivolge alla BCE sono state esplicitate anche in una lettera, sempre del 12 Aprile, indirizzata a Christine Lagarde – Presidente della Banca Centrale Europea in occasione della controversia intentata innanzi alla corte belga, le stesse sono sintetizzabili in questi termini:

“1. Escludere immediatamente dai suoi programmi di acquisto di attività societarie le obbligazioni emesse da società le cui attività sono incompatibili con il raggiungimento degli Obiettivi di Parigi e/o sono associate a un elevato rischio di transizione, tra cui il carbone e le attività di petrolio e gas non convenzionali;

2. Escludere le obbligazioni o limitare l'acquisto di attività da parte di società a meno che la società emittente non adotti entro gennaio 2023 una strategia credibile e allineata a Parigi per la transizione a impatto zero;

3. Definire una strategia globale per allineare i portafogli e le attività di politica monetaria agli Obiettivi di Parigi e agli obiettivi di riduzione delle emissioni dell'UE, nonché pubblicare una relazione in linea con le Raccomandazioni della Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) ogni anno, a partire dal 2022, in concomitanza con il Rapporto annuale della BCE per il 2021, rendendo noto il suo attuale livello di allineamento” (ClientEarth, 2021, p. 2).

¹³⁹ Articolo 37 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea – Tutela dell'ambiente: “Un livello elevato di tutela dell'ambiente e il miglioramento della sua qualità devono essere integrati nelle politiche dell'Unione e garantiti conformemente al principio dello sviluppo sostenibile”.

¹⁴⁰ Cfr. nota 68; Capitolo II par. 3, 3.1.1., 3.1.2., 3.1.3.

¹⁴¹ Cfr. Capitolo II par. 2.2.3., 3.1.1.

¹⁴² Articolo 7 del TFUE: “L'Unione assicura la coerenza tra le sue varie politiche e azioni, tenendo conto dell'insieme dei suoi obiettivi e conformandosi al principio di attribuzione delle competenze”.

¹⁴³ Articolo 5, paragrafo 4, TUE: “In virtù del principio di proporzionalità, il contenuto e la forma dell'azione dell'Unione si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dei trattati”.

¹⁴⁴ Articolo 2 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea – Diritto alla vita: “1. Ogni individuo ha diritto alla vita. 2. Nessuno può essere condannato alla pena di morte, né giustiziato”; articolo 7 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea – Rispetto della vita privata e della vita familiare: “Ogni individuo ha diritto al rispetto della propria vita privata e familiare, del proprio domicilio e delle sue comunicazioni”; articolo 51 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea – Ambito di applicazione: “1. Le disposizioni della presente Carta si applicano alle istituzioni e agli organi dell'Unione nel rispetto del principio di sussidiarietà come pure agli Stati membri esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione. Pertanto, i suddetti soggetti rispettano i diritti, osservano i principi e ne promuovono l'applicazione secondo le rispettive competenze. 2. La presente Carta non introduce competenze nuove o compiti nuovi per la Comunità e per l'Unione, nè modifica le competenze e i compiti definiti dai trattati”.

Inoltre, ClientEarth, nel corso della controversia innanzi alla corte belga, ha richiesto un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea per vagliare la validità e la legittimità dell'intero CSPP.

Volendo ricostruire le argomentazioni di ClientEarth, tre sono le categorie di immediata identificazione: (i) la prima attinente alla dimensione sostanziale, secondo cui i cambiamenti climatici comportano inevitabilmente rischi sistemici capaci di influire sia sulla stabilità dei prezzi che sulla stabilità finanziaria; la conseguenza immediata di tale riflessione attiene alla questione per cui, rappresentando il rischio climatico un rischio per la stabilità finanziaria, automaticamente rientra negli obiettivi della BCE la mitigazione degli stessi; (ii) dal punto di vista procedurale, le tematiche attinenti alla tutela dell'ambiente devono rientrare nell'operato della BCE già a partire dalla predisposizione delle operazioni di politica monetaria; (iii) infine, le riflessioni attengono ad una vera e propria inibitoria nei confronti delle scelte predisposte dalla BCE e attuate dalle BCN nell'ambito del CSPP.

La Corte Belga ricostruisce il procedimento nell'ambito di un'azione di ingiunzione promossa ai sensi della legge del 12 gennaio 1993: *“La Loi du 12 janvier 1993 concernant un droit d' action en matière de protection de l' environnement”*.

L'articolo 1er della suddetta legge statuisce la possibilità per il Presidente del Tribunale di accertare l'esistenza di un atto, anche penalmente perseguibile, che costituisce una chiara violazione o un grave pericolo di violazione di una o più disposizione di leggi, decreti, ordinanze, regolamenti relativi alla protezione dell'ambiente. Sempre il Presidente del Tribunale, può ordinare la cessazione di atti già in corso o, ancora, imporre misure per impedirne il compimento o per prevenire danni all'ambiente¹⁴⁵.

La Corte, a questo punto, si interroga sulla qualifica che le norme, di cui si presume la violazione ai sensi dell'articolo 1er della legge 12 gennaio 1993, devono possedere per l'applicazione della fattispecie in questione.

Dopo aver pacificamente ammesso che la norma che si presuppone violata possa essere

¹⁴⁵ Loi concernant un droit d'action en matière de protection de l'environnement – 12 janvier 1993: *“Article 1er - Sans préjudice des compétences d'autres juridictions en vertu d'autres dispositions légales, le président du tribunal de première instance, à la requête du procureur du Roi, d'une autorité administrative ou d'une personne morale telle que définie à l'article 2, constate l'existence d'un acte même pénalement réprimé, constituant une violation manifeste ou une menace grave de violation d'une ou de plusieurs dispositions des lois, décrets, ordonnances, règlements ou arrêtés relatifs à la protection de l'environnement. Il peut ordonner la cessation d'actes qui ont formé un commencement d'exécution ou imposer des mesures visant à prévenir l'exécution de ces actes ou à empêcher des dommages à l'environnement. Avant tout débat au fond, une tentative de conciliation aura lieu. [...]”*

una norma europea o internazionale di diretta applicazione¹⁴⁶, l'analisi della corte indaga la seconda qualifica richiesta: la norma deve riguardare "la protezione dell'ambiente".

Essa giunge alla conclusione per cui la nozione di "protezione dell'ambiente" non sia mai stata – volutamente – definita dal legislatore in termini stringenti, concludendosi così che la norma che ha ad oggetto la protezione dell'ambiente non sia debba necessariamente riferire al diritto ambientale in senso stretto, ma possa riguardare materie come la tutela del paesaggi, la pianificazione urbana e territoriale, la politica dei rifiuti e così via.

L'esegesi della Corte continua nel senso di indagare il concetto di "violazione manifesta", in quanto solo una violazione manifesta di una norma relativa alla tutela dell'ambiente può dar luogo ad un'ingiunzione.

Le condizioni da soddisfare per stabilire l'esistenza di una violazione manifesta di una norma relativa alla tutela dell'ambiente, ai sensi della legge 12 gennaio 1993, sono¹⁴⁷:

- la violazione delle disposizioni di legge deve essere accertata con sufficiente certezza;
- vi deve essere la prova di un effettivo danneggiamento dell'ambiente, il cui onere ricade sul ricorrente.

Dopo aver analizzato in termini generali il riferimento normativo, la decisione si occupa di vagliare l'applicazione dello stesso al caso in questione.

Secondo la Corte, ammesso che il ricorso di ClientEarth sia ammissibile, esso può essere dichiarato fondato sulla base della legge del 12 gennaio 1993 solo se si dimostra che gli acquisti di attività effettuati dalla BNB, nella misura in cui si basano sulla Decisione 2016/948 – istitutiva del CSPP - , di cui si sostiene l'illegittimità, costituiscono: una chiara violazione di norme di diritto belga, internazionale o europeo direttamente applicabili, in materia di protezione dell'ambiente.

A questo proposito, ClientEarth ha specificatamente invocato (come visto più sopra nel paragrafo) gli articoli 11 e 127 TFUE e l'articolo 3 TUE, in combinato disposto con l'articolo 296, paragrafo 2, TFUE e gli articoli 2, 7 e 37 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea, nonché gli articoli 2 e 8 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo (CEDU); conseguentemente la Corte ha ritenuto di dover esaminare (i) se queste disposizioni si riferiscono alla protezione dell'ambiente, (iii) in caso affermativo, se sono direttamente applicabili e possono quindi essere invocate dinanzi ai

¹⁴⁶ Cfr. Causa 2021/38/C, ClientEarth vs. BNB, Tribunal de première instance francophone de Bruxelles, Section Civile, par. 8 e 9

¹⁴⁷ In questo punto la Corte di primo grado si rifà a precedenti pronunce della Corte di Cassazione belga: Cass., 2 mars 2006, Amén. 2007/1, p. 14; voir également Cass. 18 décembre 2009, AR C.08.0334.F; Cass. 9 décembre 2016, AR. C.14.0483.N

tribunali belgi e (iii) se la violazione di queste disposizioni è stabilita con sufficiente certezza, tenendo conto delle conseguenze per l'ambiente.

Le norme ritenute rilevanti in materia di protezione dell'ambiente sono state gli articoli 11 TFUE e 37 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea, oltre all'articolo 127 TFUE in combinato disposto con l'articolo 3 TUE.

Tuttavia, il risultato dell'analisi in merito alla diretta applicabilità delle previsioni citate - nel senso di capacità di generare obblighi per gli Stati sufficientemente chiari, precisi e incondizionati - è ciò che ha portato a non ritenere fondato il ricorso intentato da ClientEarth.

Il dato rilevante attiene alla precisazione per cui, le disposizioni invocate si limitano - secondo il ragionamento della Corte - a stabilire principi di azione e obiettivi, che necessitano di essere traslati in norme precise e concrete, sotto forma di regolamenti, direttive o decisioni, di modo che i ricorrenti possano ottenere diritti ad azioni positive da parte dell'Unione o degli Stati membri.

In considerazione di ciò, la reale "integrazione" della protezione ambientale nella definizione e nell'attuazione delle politiche dell'Unione presuppone la necessità di scelte politiche che non spettano ai Tribunali, quanto piuttosto al legislatore europeo¹⁴⁸. Il fatto che vi sia la necessità di scelte politiche e operative ai fini dell'attuazione pratica dei principi e degli obiettivi definiti è sufficiente - per la Corte - a dimostrare che le disposizioni di cui si lamenta la violazione non sono direttamente applicabili e non possono quindi costituire il fondamento di un'azione inibitoria sulla base della legge del 12 gennaio 1993.

Da ultimo, sul requisito della "violazione manifesta", la Corte ha ritenuto che un'azione inibitoria non possa essere giustificata unicamente sulla base di un rischio "sufficientemente certo", ma tale rischio deve palesare le sue conseguenze sull'ambiente. La condizione di una violazione "sufficientemente certa" è in qualche modo la stessa di una norma "direttamente applicabile" descritta sopra. A titolo di esempio, mentre è facile verificare che un'azienda superi il livello autorizzato di tossicità delle acque reflue scaricate in un corso d'acqua, ad esempio in relazione agli standard regionali, lo stesso non è ovviamente vero quando si tratta di controllare se un programma di acquisto di scorte violi o meno i limiti di legge.

¹⁴⁸ Cfr. Causa 2021/38/C, ClientEarth vs. BNB, Tribunal de première instance francophone de Bruxelles, Section Civile, par. 22

L'atto di cui si chiede la cessazione, dunque, deve incidere sull'ambiente. La misura di cessazione richiesta da ClientEarth riguarda gli acquisti di attività effettuati dalla BNB nell'ambito del CSPP, nella misura in cui si tratta di azioni di società "inquinanti".

È vero che, acquisendo gli attivi di queste società, la BNB fornisce loro liquidità e, di conseguenza, aiuta tali imprese dal punto di vista finanziario e, indirettamente, a perseguire o sviluppare attività che sono, per ipotesi, inquinanti; tuttavia, a meno che non venga distorta, la Corte ritiene che la legge del 12 gennaio 1993 non possa essere interpretata come volta a porre fine a tali "danni indiretti" all'ambiente.

In ogni caso ClientEarth non ha correttamente adempiuto all'onere di provare il concreto danno all'ambiente, non documentando adeguatamente le sue affermazioni.

Nelle lapidarie conclusioni, la Corte ha sostenuto che: "Le disposizioni di diritto europeo invocate da ClientEarth non riguardano la tutela dell'ambiente o non sono direttamente applicabili, cosicché non può essere invocata davanti a noi come motivo per un'azione inibitoria ai sensi della legge del 12 gennaio 1993. Anche supponendo che i principi sanciti dall'articolo 11 TFUE e dall'articolo 37 della Carta possano costituire la base di un tale ricorso dinanzi ai giudici belgi, non è stato dimostrato, in concreto, che gli acquisti di attivi effettuati dalla BNB nell'ambito del costituiscano una violazione "manifesta" di tali principi, in quanto, da un lato, ciò presuppone che essi siano stati attuati con norme precise e concrete e in quanto, dall'altro, l'esistenza e l'entità delle conseguenze per l'ambiente derivanti da tali acquisti di attivi non sono state dimostrate se non da considerazioni generali. Il ricorso di ClientEarth, anche se ammissibile, è in ogni caso infondato"¹⁴⁹.

Assistiamo dunque ad un rigetto pressoché totale delle avanzate pretese di ClientEarth davanti alla Corte del Belgio e ciò sicuramente non permette di ben sperare per gli esiti di ulteriori ricorsi che dovessero avere ad oggetto il tanto discusso CSPP. Tuttavia tale decisione si inserisce in un quadro normativo ancora acerbo rispetto alla realtà che abbiamo illustrato nel corso della disanima.

Il green framework è stato notevolmente arricchito (Capitolo I), imponendo degli obblighi decisamente più dettagliati in capo alle Istituzioni europee nella delineazione delle politiche dell'Unione.

Dunque l'argomentazione della Corte in relazione a norme che siano "direttamente

¹⁴⁹ Cfr. Causa 2021/38/C, ClientEarth vs. BNB, Tribunal de première instance francophone de Bruxelles, Section Civile, par. 26

applicabili”, non potendo fare affidamento unicamente sui principi generali dell’ordinamento, è destinata ad avere meno forza persuasiva di qui in avanti.

Se volessimo continuare ad indagare la dimensione procedurale del ricorso, immaginando le sorti del rinvio pregiudiziale innanzi alla Corte di Giustizia dell’Unione Europea, assume portata centrale il riferimento all’articolo 11 TFUE.

Notiamo, infatti, come già precedentemente nel Capitolo III, al paragrafo 1, si era stabilita una doppia natura e portata dello stesso articolo 11 TFUE.

Da un punto di vista “strettamente” procedurale, l’articolo 11 TFUE pone un obbligo in capo alle Istituzioni europee di “tener conto” degli obiettivi ambientali al momento della progettazione di azioni e politiche.

La giurisprudenza della CGUE ha mostrato come lo standard di compliance richiesto rispetto all’articolo 11 TFUE possa essere più rigoroso o più blando.

Per evitare di ripeterci (cfr. Capitolo III, par. 1), ipotizziamo il caso in cui la CGUE dovesse applicare uno standard rigoroso di compliance nella valutazione del CSPP.

Poiché si tratta di un ragionamento del tutto ipotetico, è bene focalizzarci su quello che potrebbe essere il punto iniziale della valutazione della Corte di Giustizia.

La Corte, infatti, raramente ha sconfinato in un vaglio di merito delle operazioni di politica monetaria della BCE, proprio in virtù della ampia discrezionalità tecnica di cui essa gode. In questo senso, più volte nella giurisprudenza della stessa, si è cercato delineare i limiti di tale discrezionalità.

Il riferimento più immediato, in questo senso, è quello contenuto nel paragrafo 69 della già analizzata sentenza 16 giugno 2015, *Gauweiler and others vs. Deutscher Bundestag*, causa C 62/14.: *“69. Ciò premesso, nel caso in cui un’istituzione dell’Unione disponga di un ampio potere discrezionale, il controllo del rispetto di alcune garanzie procedurali riveste importanza fondamentale. Fra tali garanzie rientra l’obbligo per il SEBC di esaminare, in modo accurato e imparziale, tutti gli elementi pertinenti della situazione di cui trattasi e di motivare le proprie decisioni in modo sufficiente”*.

In virtù di tale garanzia o obbligo procedurale, dunque, il SEBC è chiamato ad analizzare qualsiasi circostanza dell’apprestata operazione di politica monetaria (conseguentemente anche il rischio climatico legato alla stessa), nonché a motivare le sue scelte (così da permettere il sindacato della CGUE).

La CGUE, infatti, proprio attraverso l’obbligo procedurale della motivazione ha la possibilità di sindacare la proporzionalità di una misura. In definitiva, solo se l’Eurosistema rispetta le garanzie procedurali - come la necessità di motivare

espressamente le proprie decisioni - la CGUE potrà sindacare la proporzionalità della decisione.

Non vi sono grossi ostacoli nell'immaginare l'articolo 11 TFUE come un ulteriore obbligo procedurale cui è sottoposto il SEBC – in virtù della sua menzionata qualifica di “obbligo di tener conto” –, alla luce del quale solo se conversamente vengono considerate le tematiche relative alla tutela dell'ambiente nell'attuazione della politica monetaria, la CGUE potrà sindacare la proporzionalità delle relative misure.

Proseguendo nella nostra ipotesi, l'utilizzo di uno standard rigido di compliance da parte della CGUE rispetto all'articolo 11 farebbe sì che l'Eurosistema, per poter dimostrare la sua conformità a tale obbligo procedurale, potrebbe da un lato portare evidenza dell'avvenuto acquisto di green bond nell'ambito del CSPP – seppur ritengo possa non esser sufficiente a ritenere adempiuto l'obbligo di tutela dell'ambiente a fronte del restante 62% di partecipazioni acquistate in settori ad elevato impatto -, o ancora potrebbe adottare, quale strategia di difesa, il principio della neutralità di mercato.

Il principio della neutralità di mercato¹⁵⁰ è il presidio posto come base per contrastare lo sforzo proattivo della BCE in materia di tutela ambientale: il fine di tale principio è che le banche assicurino che la propria azione non interferisca – creando distorsioni – nel funzionamento dei mercati in cui le stesse operano o nella formazione corretta dei prezzi delle attività (Bernardini et al, 2021, p. 46).

Per concludere, qualora la questione dovesse giungere fino alla CGUE, il caso ClientEarth vs. BNB potrebbe costituire un importante precedente tale da poter definire la portata degli obblighi che si riconoscono essere in capo all'Eurosistema ai fini della tutela ambientale (Solana, 2021, pp. 51-54).

¹⁵⁰ Tale principio viene menzionato per la prima volta da Benoît Cœuré, membro dell' Executive Board della BCE, nel 2015. Per riferimentisi veda Cœuré, B. (2015), “Embarking on public sector asset purchases”, speech del marzo 2015.

CONCLUSIONE

L'illustrato dibattito sul ruolo delle imprese, nello specifico le banche centrali, all'interno delle riflessioni attinenti al fenomeno della transizione climatica ha radici profonde.

Esso trova la sua origine in due correnti contrapposte: una volta alla sola massimizzazione del profitto per coloro che investono le loro risorse in una "scommessa imprenditoriale"; un'altra, più attenta alle nuove sensibilità etiche, che possa permettere la sussistenza del sistema economico-finanziario nel lungo periodo, non privandosi del profitto ma generandolo in maniera sostenibile.

Il quadro legislativo presentato ha mostrato come le esigenze primariamente riscontrate attengano ad una adeguata classificazione di ciò che può considerarsi sostenibile, in modo tale da creare una omogeneità nella *disclosure* di informazioni che sempre più operatori saranno tenuti a trasmettere al mercato e agli investitori.

Il perseguimento degli obiettivi sanciti negli Accordi di Parigi e nell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile passa attraverso le iniziative dei singoli Paesi, sempre più incentivati alla creazione di un sistema atto a responsabilizzare gli enti nell'ambito del loro ruolo all'interno dei mercati.

Non con poche perplessità si rileva come spesso il grado di *compliance* richiesto agli operatori, soprattutto in relazione a proposte non ancora vincolanti, sia necessariamente un punto controverso in relazione a chi sostiene che non possa essere un compito delle imprese adoperarsi per un mercato etico, quanto dei governi: "*policy taker not policy maker*"

Tuttavia, il dato più evidente che emerge dall'analisi delle diverse posizioni in materia riguarda il totale rigetto dell'inerzia del mondo finanziario innanzi a fenomeni – quali i rischi fisici e i rischi di transizione – che presentano riflessi non solo nel vivere quotidiano, ma anche nella realtà di mercato.

La ricerca si è da subito mossa nella direzione di voler indagare la reazione di particolari attori: le banche centrali dell'Eurosistema, con specifica attenzione alla Banca Centrale Europea.

La qualifica della BCE di Istituzione dell'Unione Europea, nonché l'attribuzione del monopolio in materia di politica monetaria, ha comportato la necessaria sottoposizione della stessa a regole stringenti, previste dai Trattati dell'Unione Europea, rendendo sempre più complesso il suo intervento in un mercato più veloce di ogni previsione regolamentare.

Il mandato delle banche centrali dell'Eurosistema è stato, fin ora, rappresentato come l'unico concreto vincolo all'agire proattivo di tali istituti nell'azione di mitigazione del cambiamento climatico.

I risultati della nostra analisi hanno dimostrato come una comparazione tra le varie banche centrali nazionali, la Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nonché l'azione concreta delle banche poi, abbiano dato spessore alla legittimità di un agire sostenibile di questi particolari enti.

Innanzitutto, dal punto di vista storico, le banche centrali hanno sempre avuto un preminente ruolo nella gestione delle crisi sistemiche in virtù del loro monopolio sulla politica monetaria; conseguentemente, l'adattamento del loro operato alle esigenze del mercato non è che il normale percorso che ha sempre caratterizzato la realtà delle stesse. Secondariamente, attraverso l'analisi comparatistica, si rileva l'effettiva presenza all'interno degli statuti e dei trattati istitutivi delle banche centrali di previsioni volte all'accoglimento di missioni "secondarie" rispetto al mantenimento della stabilità dei prezzi. Il caso della BCE e del Sistema Europeo delle Banche Centrali, infatti, mostra la sua peculiarità proprio nella previsione di una obbligazione di supporto alle politiche dell'Unione Europea come definite dall'articolo 3 del TUE: a figurare esplicitamente è proprio il perseguimento di uno sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata, sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente.

Per quanto attiene alla celebre Giurisprudenza, il percorso della Corte di Giustizia – dai casi Pringle a Weiss – si è direzionato nel senso di ammettere che la politica monetaria possa avere effetti riflessi e secondari nel campo della politica economica, alla luce della conclusione presentata dal caso Weiss per cui: “[...] *gli autori dei Trattati non hanno inteso operare una separazione assoluta tra la politica economica e quella monetaria*”.

Il ruolo della BCE nell'economia reale è lampante: le politiche monetarie di appannaggio della stessa sono tali perché capaci di influire sull'evoluzione dei prezzi attraverso l'agevolazione della fornitura di credito all'economia, la modifica dei comportamenti degli operatori economici e dei privati in materia di investimento, di consumi e di risparmio.

La norma di riferimento utilizzata nei ragionamenti della Corte, ci ripetiamo, è l'articolo 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, alla luce del quale il sostegno alle politiche dell'Unione in materia di sviluppo sostenibile è rappresentato come mera

“obbligazione di supporto” cui è sottoposta la BCE. Eppure, nel proseguo della trattazione, si individua un’ulteriore base normativa cui ancorare l’operato virtuoso di quest’ente.

L’articolo 11 TFUE assurge a fonte primaria all’interno della trattazione, permettendoci di indagare il ruolo di Istituzione che la BCE riveste nel quadro europeo.

L’analisi della norma ha rilevato come la stessa rappresenti un “principio di integrazione” vincolante per tutte le istituzioni dell’Unione, compresa la BCE.

La dimensione procedurale dell’articolo 11 TFUE porta con sé un obbligo imprescindibile, poiché di rango primario: il “tener conto” degli obiettivi ambientali, al momento della implementazione delle politiche dell’Unione.

Il suddetto imprescindibile principio di integrazione assume, dunque, una nuova veste alla luce dello slancio proattivo riscontrato di recente nella politica monetaria della Banca Centrale Europea, poiché posto come base dello stesso.

Il framework attuale appare ricco di buoni propositi: l’incremento di investimenti “green” nel criticato – in virtù del “carbon bias” riscontrato - *Corporate Sector Purchase Programme*; la programmazione di metodologie innovative – come gli scarti di garanzia e lo screening negativo e positivo - capaci di adeguare il quadro dei *collateral* alle nuove esigenze ambientali; la rinnovata coscienza del rischio nelle attività di vigilanza prudenziali.

Tuttavia, il risultato delle innovative proposte, tutte volte al “greening” del framework di riferimento europeo, non è ancora tangibile poiché, formalmente, non ancora in atto; di fatti, forti sono le perplessità sulla reale trasformazione della nostra economia.

La cautela che caratterizza gli enti finanziari, nel prender parte alla transizione climatica, non corrisponde alle intenzioni del legislatore rilevate nei testi legislativi predisposti e nella nuova portata che le obbligazioni già esistenti stanno assumendo.

Alla luce di tale considerazione, sia qualora gli operatori prescegliessero la strada dell’inerzia, che quella del concreto operato, risulterebbe impellente l’esigenza di gestire il rischio di contenzioso climatico in capo agli stessi.

La casistica predisposta nell’elaborato attiene, nello specifico, a situazioni in cui l’oggetto della controversia era rappresentato proprio da una discrezionale scelta finanziaria – pensiamo ad un investimento -: nel momento in cui i ricorrenti predispongono un “contenzioso strategico”, la controversia non si fonderà più unicamente sulla tutela del singolo individuo, ma assumerà una portata decisamente più ampia in cui verranno a

ricomprendersi valori da tutelare come il diritto alla vita, il diritto alla proprietà, il diritto ad un ambiente salubre e sicuro o ancora il diritto alla dignità umana.

O ancora, ci si aspettano notevoli ripercussioni nei confronti degli amministratori di società visto l'ampliamento dei loro doveri fiduciari. Le considerazioni in materia ESG diverranno obblighi procedurali, la cui violazione non potrà essere coperta dalla “*business judgment rule*”, provocandosi così un necessario “*enforcement*” – o quantomeno ripensamento - della Responsabilità Sociale d'Impresa.

Per queste motivazioni, l'elaborato si chiude su un caso di grande importanza poiché capace - in potenza - di rappresentare una pietra miliare per la delineazione della portata degli obblighi in capo all'Eurosistema ai fini della tutela ambientale

Il contenzioso instaurato da ClientEarth contro la Banca Nazionale del Belgio, avente ad oggetto le scelte di investimento delle banche centrali poco in linea con le previsioni a tutela dell'ambiente già presenti all'interno dei Trattati e della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea, potrebbe generare un precedente senza eguali.

Seppur la Corte belga - nel caso di specie - abbia ritenuto infondato il ricorso instaurato da ClientEarth, la recentissima costruzione del green framework come delineato nel corso dell'elaborato potrebbe decisamente mutare l'andamento di successivi giudizi del medesimo calibro.

Qualora la decisione giungesse innanzi alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, infatti, sarebbe naturale aspettarsi un giudicato di merito particolarmente pervasivo della Corte proprio in virtù di tal nuovo *quadro* normativo.

Gli obblighi già esistenti – quantomeno per le banche centrali del SEBC – risultano ad oggi rafforzati da una realtà sempre più attenta alle tematiche di sostenibilità: la direzione intrapresa è estremamente chiara e virtuosa, la sua realizzazione ancora incerta.

Bibliografia

Alvaro S., Cappariello E., Gentile V., Iannaccone E.R., Mollo G., Nocella S., Ventoruzzo M., con prefazione a cura di Marchetti P., (2016), “*Business judgment rule e mercati finanziari – Efficienza economica e tutela degli investitori*”, Quaderni giuridici CONSOB, novembre 2016.

Anchino S., Ciavarella A. et al., (2022), “*Gestione del risparmio e sostenibilità: l’approccio dei gestori in Italia*”, in Quaderni Consob, giugno, pp. 9-75

Assemblea Generale delle Nazioni Unite, (2015), “*Trasformare il nostro mondo: l’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*”, Risoluzione adottata dall’Assemblea Generale il 25 settembre 2015

Banca Centrale Europea o anche BCE, (2006), “*La gestione di portafoglio presso la BCE*”, Bollettino mensile, Aprile 2006, pdf al sito: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp75-86_mb200604it.pdf

Banca Centrale Europea, (2020a), “*ECB report on institutions’ climate-related and environmental risk disclosures*”, novembre

Banca Centrale Europea, (2020b), “*Guida sui rischi climatici e ambientali – Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*”, novembre

Banca Centrale Europea, (2021), “*Climate change and monetary policy in the euro area*”, Occasional Paper Series, n. 271, settembre 2021

Banca Centrale Europea, (2022a), “*La Vigilanza bancaria della BCE avvia la prova di stress sul rischio climatico 2022*”, Comunicato stampa, 27 gennaio 2022

Banca Centrale Europea, (2022b), “*SSM supervisory priorities 2023-2025*” al sito: https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/ssm.supervisory_priorities202212~3a1e609cf8.en.html

Banca Centrale Europea, (2023a) “*Climate-related financial disclosures of the Eurosystem’s corporate sector holdings for monetary policy purposes*”, marzo 2023, ISBN 978-92-899-6065-6, ISSN 2811-7026, doi:10.2866/916364, QB-DB-23-001-EN-N, al sito: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_related_financial_disclosures_eurosystem_corporate_sector_holdings_monetary_policy_purposes2023~9eae8df8d9.en.pdf

Banca Centrale Europea, (2023b), “*Climate-related financial disclosures of the ECB’s non-monetary policy portfolios*”, marzo 2023, ISBN 978-92-899-6064-9, ISSN 2811-7018, doi:10.2866/727976, QB-DA-23-001-EN-N, al sito: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climate_related_financial_disclosures_ECB_non_monetary_policy_portfolios2023~9199143410.en.pdf

Banca d’Italia, (2022a), “*La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d’insieme e una prima valutazione*”, intervento di Paolo Angelini, Comitato Esecutivo dell’Associazione bancaria italiana, 19 gennaio, Roma

Banca d’Italia, (2022b), “*I programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell’Eurosistema*”, Aggiornamento di giugno 2022, Approfondimenti, al sito: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/#faq8761-3>

Banfi L., Giussani G., Lunghi S., (2023), “*CSRD e proposta di direttiva CSDD*”, Rivista digitale “DB - non solo Diritto Bancario” HYPERLINK "<https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/01/2023-Banfi-Giussani-Lunghi-CSRD-e-CSDD.pdf>"

Bank for International Settlements o anche BIS, (2011), “*Central Bank Governance and Financial Stability. A Report by a Study Group. Bank for International Settlements*”, Basel, Chair: Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank, Maggio.

Bank for International Settlements, (2019), “*Definition of capital in Basel III*”, Executive Summary, 27 giugno 2019, sito: https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/defcap_b3.pdf

BankTrack et al., (2020), “*No More Greenwashing: Principles Must Have Consequences*”, Civil Society Statement on the new Principles for Responsible Banking, BankTrack.org, settembre. Disponibile all’indirizzo: "https://www.banktrack.org/download/civil_society_statement_on_the_new_principles_for_responsible_banking/joint_statement_principles_for_responsible_banking_1.pdf"

Barker S., Baker-Jones M., Barton E., Fagan E., (2016), “*Climate change and the fiduciary duties of pension fund trustees – lessons from the Australian law*”, Journal of Sustainable Finance & Investment, 6:3, 211-244, DOI: 10.1080/20430795.2016.1204687

Baumüller, J., Sopp, K., (2022), “*Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: review, outlook and implications*”, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 23 No. 1, pp. 8-28. HYPERLINK "<https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>" <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0114>

Bebchuk L.A., Tallarita R., (2020), “*The Illusory Promise of Stakeholder Governance*”, in «Cornell Law Review», 106, pp. 91 ss.

Bernardini E., Faiella I., Lavecchia L., Mistretta A., Natoli F., (2021), “*Questioni di Economia e Finanza – Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*”, Occasional papers n. 608, Banca d’Italia, marzo

Bevilacqua D., (2022), “*La normativa europea sul clima: una regolazione strategica o un passo troppo timido?*”, Rivista Giuridica dell’Ambiente, n. 29, febbraio, articolo in pdf al: https://rgaonline.it/wp-content/uploads/2022/02/Focus-GND_articolo-6_RGA-clima.pdf

Bhutta U.S., Tariq A., Farrukh M., Raza A., Iqbal M. K., (2022) “*Green Bonds for Sustainable Development: Review of Literature on Development and Impact of Green Bonds.*” Technological forecasting and social change, Elsevier vol. 175, doi: 10.1016/j.techfore.2021.121378

Biggeri U., Meggiolaro M., Sorrosal D., (2022), “*La finanza etica in Europa*”, Quinto rapporto, Fondazione Finanzaetica, Febea, settembre 2022

Bindseil U., Corsi M., Sahel B., Visse A., (2017), “*The Eurosystem collateral framework explained*”, Occasional Paper Series n. 189 Banca Centrale Europea, maggio

Bolsinger H., Hoffmann J., Villhauer B., (2021), “*The European Central Bank as a Sustainability Role Model: Philosophical, Ethical and Economic Perspectives*”, ISSN 2522-8285, <https://doi.org/10.1007/978-3-030-55450-7>

Boneva L., Ferrucci G., Mongelli F.P., (2021), “*To Be or Not to Be “Green”: How Can Monetary Policy React to Climate Change?*”, BCE Occasional Paper, n. 2021/285, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3971287> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3971287>

Bordo M., Kydland F., (1995), “*The Gold Standard As a Rule: An Essay in Exploration, Explorations in Economic History*”, Volume 32, Issue 4,1995, Pages 423-464, ISSN 0014-4983, <https://doi.org/10.1006/exeh.1995.1019>

Bordo M.D., Siklos, P.L., (2017), “*Central Banks: Evolution and Innovation in Historical Perspective*”, National Bureau of Economic Research Working Paper Series n. 23847 https://www.nber.org/system/files/working_papers/w23847/w23847.pdf

Bundesverfassungsgericht, (2020), “*Judgment of the Second Senate of 5 May 2020*”, 2-BvR 859/15 (BVerfG, 2 BvR 859/15, 5 maggio 2020) https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.html

Campiglio E., (2016), “*Beyond carbon pricing: the role of banking and monetary policy in financing the transition to a low-carbon economy*”, Ecological Economics, 121, 220-230

Campiglio, E., Dafermos, Y., Monnin, P., Ryan-Collins, J., Schotten, G., Tanaka, M., (2018.), “*Finance and climate change: what role for central banks and financial regulators?*” Nat. Climate Change 8 (6), pp. 462–468

Carney, M. (2015), “*Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*”, speech at Lloyd’s of London, 29 settembre

Chabert V., (2022), “*Banche centrali e sostenibilità ambientale: BCE e Federal Reserve per una finanza green*”, Centro Studi d’Europa, Analisi Fascicolo 2/2022 <https://europacentrostudi.org/2022/07/18/banche-centrali-e-sostenibilita-ambientale-bce-e-federal-reserve-per-una-finanza-green/>

Chiloiro A. (2022), “*ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all’impresa: possibili profili giuridici*”, Analisi Giuridica dell’Economia(1), gennaio – marzo, pp. 263 - 292

Ciccarelli M., Kuik F., Martínez Hernández C., (2023), “*The asymmetric effects of weather shocks on euro area inflation*”, European Central Bank Working Paper Series, No 2798, Marzo 2023, pp. 1-42

ClientEarth, (2021), “*The ECB’s Monetary Policy Strategy Review: corporate sector asset purchases, climate change and the ECB’s legal obligations*”, letter from ClientEarth to Christine Lagarde, President of the ECB, 12 aprile

ClientEarth, (2022), “*Request for internal review under title Iv of the Aarhus Regulation of Commission Delegated Regulation (EU) 1214/2022*”, 19 settembre

Cœurè B., (2015), “*Embarking on public sector asset purchases*”, speech at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt, 10 Marzo 2015

Commissione delle Comunità Europee, (2001), “*Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*”, COM(2001) 366, Bruxelles, 17 luglio

Commissione Europea, (2018), “*Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla BCE, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*”, COM/2018/097, Document 52018DC0097, Bruxelles

Commissione Europea, (2020), “*Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Piano di investimenti per un'Europa sostenibile - Piano di investimenti del Green Deal europeo*”, COM/2020/21, Document 52020DC002, Bruxelles

Commissione Europea, (2022), “*REPowerEU: A plan to rapidly reduce dependence on Russian fossil fuels and fast forward the green transition*”, Press release 18 maggio, Bruxelles, sito: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_3131

Coppotelli P., (2022), “*La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo*”, *Analisi Giuridica dell'Economia*, pp. 283-304.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea – CGUE, (2012), “*Sentenza del 27 novembre 2012, Pringle vs. Government of Ireland and Others*”, Causa C 370/12

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, (2015), “*Sentenza del 16 giugno 2015, Gauweiler and others vs. Deutscher Bundestag*”, Causa C 62/14.

Corte di Giustizia dell'Unione Europea, (2018), “*Sentenza del 11 dicembre 2018, Weiss and others vs. Bundesregierung*”, Causa C-493/17

Cremaresco C., Boni L., (2022), “*Is the European Union (EU) Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) effective in shaping sustainability objectives? An analysis of investment funds' behaviour*”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, DOI: 10.1080/20430795.2022.2124838

Dafe F., Volz U., (2015), “*Financing Global Development: The Role of Central Banks*”, German Development Institute/Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE) Briefing Paper 8/2015, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2797226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2797226>

Dafermos Y., Gabor D., Nikolaidi M., Pawloff A., Van Lerven F., (2021), “*Greening the Eurosystem collateral framework*”, marzo, New Economics Foundation, pp. 13-17

Denozza, F., (2021), “*Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*”, *Orizzonti del Diritto Commerciale*, pp. 29-60

De Poli M., (2012), “*Crisi finanziaria globale e fattori comportamentali*”, in *Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa* 1/2012, pp. 49-67, doi: 10.1433/37544

Edvinsson, R., Jacobson, T., Waldenström, D., (2018), “*Sveriges Riksbank and the History of Central Banking*” (Studies in Macroeconomic History), Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/9781108140430

El Bernoussi R., Rockinger M., (2022), “*Rebalancing with transaction costs: theory, simulations, and actual data*”, accepted 24 giugno 2022, pubblicato il 1 settembre 2022 <https://doi.org/10.1007/s11408-022-00419-6>

Elderson F., (2022a), “*The European Climate Law and the European Central Bank*”, Keynote speech by Frank Elderson, Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB, Lustrum Symposium organized by Dutch Financial Law Association, Amsterdam, 1 dicembre 2022, al sito: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221201_1~435e6ea81a.it.html

Elderson F., Schnabel I., (2022b), “*Un catalizzatore per un sistema finanziario più verde*”, da “*Il blog della vigilanza*”, 8 luglio 2022

ENI S.p.a., (2021), “*Fact book*”, Supplemento alla Relazione Finanziaria Annuale, al sito: <https://www.eni.com/assets/documents/ita/bilanci-rapporti/2021/Fact-Book-2021.pdf>

Espinosa García C. G., (2018), “*Shadow Carbon Pricing and the Role of Development Banks*”, NAFIN Fellowship Programme and Grantham Institute, Working Paper No 2. marzo

European Banking Authority o anche EBA, (2018), “*Orientamenti sulla Governance Interna*”, EBA/GL/2017/11, 21 marzo 2018

European Banking Authority, (2020), “*Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*”, ABE/GL/2020/06, maggio, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf

European Banking Authority, (2021), “*2021 EU-wide stress test: Frequently Asked Questions*”, al sito: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/EU-wide%20Stress%20Testing/2021/ST%20results/1017862/2021-EU-wide-stress-test-FAQ.pdf

European Banking Authority, (2023), “*2023 EU-wide stress test: Frequently Asked Questions*”, 31 gennaio 2023, al sito: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/EU-wide%20Stress%20Testing/2023/Scenarios/1051441/FAQs%20on%202023%20EU-wide%20stress%20test.pdf

European Banking Institute o anche EBI, (2022), “*Central Banks and Climate Change. Fit, Opportunity and Suitability in the Law and Beyond*”, edited by David Ramos Munoz, Antonio Cabrales, Àngel Sancez, EBI Working Paper Series, n. 119

European Federation of Ethical and Alternative Banks and Financiers o anche FEBEA, (2021), “*For a Truly Sustainable Finance that combats climate change and inequality*”, giugno

European Investment Bank o anche EIB, (2021), “*Evaluation of the EIB’s Climate Awareness Bonds*”, Operations evaluations, aprile 2021, al sito: https://www.eib.org/attachments/ev/ev_report_evaluation_eib_climate_awareness_bonds_en.pdf

European Securities and Market Authority o anche ESMA, (2022), “*Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*”, 10 febbraio, ESMA30-379-1051

Fanizza D., Cerami L., (2023), “*Market for Brown Assets To Make Finance Green*”, International Monetary Fund Working paper, gennaio, issue 011, doi: <https://doi.org/10.5089/9798400231414.001>

Financial Stability Board o anche FSB, (2012), “*Charter of the Financial Stability Board*”, giugno 2012, al sito: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Charter-with-revised-Annex-FINAL.pdf>

Financial Stability Board, (2015), “*FSB to establish Task Force on Climate-related Financial Disclosures*”, Press release, ref. no. 91/2015, 4 dicembre 2015, al sito: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2015/12/12-4-2015-Climate-change-task-force-press-release.pdf>

Forum per la Finanza Sostenibile, (2021), “*Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari*”, pp. 1-8

Frigerio M., Vandone D., (2020) “*Le Banche di Sviluppo in Europa*”, aprile, <https://hdl.handle.net/2434/739978> , su *Bancaria*, volume 76, fascicolo 4, pp. 39-53, ISSN 0005-4623

Gianfrate G., Peri M., (2019), “*The green advantage: exploring the convenience of issuing green bonds*”, *J. Clean, prod.* 219, pp. 127-135

Golnarghi M., Setzer J., Brook N., Lawrence W., Williams L., “*Climate Change Litigation*” (Insights into the evolving global landscape) Report – 11 aprile 2021
Graziani A., (2004), “*La politica monetaria della Banca Centrale Europea*”, in *Rivista italiana degli economisti, The Journal of the Italian Economic Association* 1/2004, pp. 47-60, doi: 10.1427/18927

Greenpeace Italia, (2023), “*La prima climate litigation in Italia contro Eni*”, media briefing atto di citazione del 9 maggio 2023, pp. 1-12, al sito: https://www.greenpeace.org/static/planet4-italy-stateless/2023/05/e6c118f5-media-briefing-atto-di-citazione_def.pdf

Grieco P. et al., (2021). “*Doveri degli amministratori e sostenibilità*”, Note e Studi 6/2021, Assonime, pp. 1-97

Griffith-Jones S., Cozzi G., (2016), “*Investment-led Growth: A Solution to the European Crisis*”, in: Jackobs M., Mazzucato M. (eds.): *Rethinking Capitalism: Economic Policies for Equitable and Sustainable Growth*, London, Wiley-Blackwell;

Haldane, A., & Qvigstad, J., (2016), “*The Evolution of Central Banks: A Practitioner’s Perspective*”, In Bordo M., Eitrheim Ø., Flandreau M., & Qvigstad J. (Eds.), *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?* (Studies in Macroeconomic History, pp. 627-672). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9781316570401.016

Hernández J., Población García F. J., Suárez N., Tarancón J., (2022), “*A study on the EBA stress test results: influence of bank, portfolio and country-level characteristics*”, Banca Centrale Europea, Working Paper Series, n. 2648, febbraio

Higham C., Setzer J., Narulla H., Bradeen E., (2023), “*Climate change law in Europe – What do new EU climate laws mean for the courts?*”, Policy report of the Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Centre for Climate Change Economics and Policy, marzo 2023S

Hinarejos, A., (2015), “*Gauweiler and the Outright Monetary Transactions Programme: The Mandate of the European Central Bank and the Changing Nature of Economic and Monetary Union: European Court of Justice, Judgment of 16 June 2015, Case C-62/14 Gauweiler and others v Deutscher Bundestag*”, *European Constitutional Law Review*, 11(3), 563-576. doi:10.1017/S1574019615000346

Istituto Affari Internazionali (IAI), (2022), *“Paving the Way for greener Central Banks. Current trends and future developments around the globe”*, edited by Nicola Bilotta and Fabrizio Botti, 2022, Edizioni Nuova Cultura, pagg. 48-51

Ivanov I., Kruttli M., and Watugala S., (2021), *“Banking on Carbon: Corporate Lending and Cap-and-Trade Policy”*, Agosto, p. 70

Judd J., Rudebusch G., (1999), *“The Goals of U.S. Monetary Policy”*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letters.

Klooster van't J., Fontan C., (2020), *“The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases”*, New Political Economy, 25:6, 865-879, DOI: 10.1080/13563467.2019.1657077

Lamandini, M., (2021), *“La riforma dell'ordinamento finanziario europeo: quali cure per i fallimenti di mercato, i fallimenti istituzionali e i fallimenti sovrani?”*, Rivista di diritto societario, n. 1/2012, pp. 137- 160

Lastra R. M., (2010), *“Central Bank independence and financial stability”*, Estabilidad financiera, ISSN 1579-2498, N. 18, pp. 49-66, al sito: <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/May/Fic/ref0318.pdf>

Leotta, A., (2015), *“Gli accordi di basilea, il rating tra banche e imprese”*, Revista Do Direito, (47), 93-124, <https://doi.org/10.17058/rdunisc.v3i47.6506>

Linciano N., Cafiero et al., (2021), *“La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea”*, in Quaderni Consob, 2021, 14., pp. 9-87

Lo Schiavo G., (2013), *“The ESM Treaty: a new form of intergovernmental differentiated integration to the benefit of the EMU?”*, in Evolving Europe: Voices of the Future, 2013

Maffeo A., (2018), “*L’obbligo di motivazione degli atti delle istituzioni dell’Unione europea letto attraverso la giurisprudenza della Corte di giustizia*”, *Federalismi.it – Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo*, gennaio, n.3/2018, pp. 2-20

Magnoni F., Gambaro A., (2023), “*Una nuova pietra miliare nella rendicontazione di sostenibilità: i primi draft ESRs*”. *Amministrazione & Finanza*, 33.

Mazzucato M., Penna C., (2015), “*Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks*,” Working Paper No. 831, Levy Economics Institute.

McConnell A., Yanovski B., Lessmann K., (2020), “*Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation*”, Maggio, Potsdam Institute for Climate Impact Research, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3630662>

Mertens D., Thiemann M., (2017), “*Building a hidden investment state? The European Investment Bank, national development banks and European economic governance*”, in: *Journal of European Public Policy*, Vol. 26, No. 1, 2019;

Meucci G., Rinaldi F., (2022), “*Bank exposure to climate-related physical risk in Italy: an assessment based on AnaCredit data on loans to non-financial corporations*”, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, Banca d’Italia

Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF), (2021), “*Guida operativa per il rispetto del principio di non arrecare danno significativo all’ambiente*”, edizione allegata alla circolare RGS n. 33 del 13 ottobre 2022

Miraglia M., (2015), “*Il trasferimento dei compiti di vigilanza alla BCE: verso una governance multilivello del credito in Europa?*”, pubblicato in “*Rivista di diritto societario*”, ISSN: 1972-9243, 2015, 2, pp. 477-493

Mishkin F., (1995), “*Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, pp. 3-10

Monetary Authority of Singapore, (1970), “*Monetary Authority of Singapore Act 1970*”, Revised Edition 2020, <https://sso.agc.gov.sg/Act/MASA1970>

Morningstar, (2022), “*EU Climate Benchmark and Disclosure ESG*”, Morningstar U.K., 1 Oliver’s Yard, 55–71 City Road, Londra EC1Y 1HQ, Regno Unito.

Mosco G., Felicetti R., (2022), “*Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*”, in *Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa* 1/2022, pp. 185-211, doi: 10.1433/104835

Möslein F. (2021), “*Sustainable Corporate Governance: A Way Forward*”, in *European Company Law Journal*, n. 18, pp. 7-13

Mudaliar A., Pineiro A., Bass R., (2016), “*Impact Investing Trends: Evidence of a Growing Industry*”, New York, NY: Global Impact investing Network.

Munari F., (2015), “*Da Pringle a Gauweiler: i tormentati anni dell’Unione monetaria e i loro effetti sull’ordinamento giuridico europeo*”, *Diritto dell’Unione europea*. 20. 723-755.

Natoli F., (2023), “*The macroeconomic effects of temperature surprise shocks*”, Working Papers Banca d’Italia, Marzo 2023, Numero 1407, ISSN 2281-3950, DOI: 10.32057/0.TD.2022.1407

Network for Greening the Financial System – NGFS, (2020a), “*Guide for Supervisors: Integrating climate-related and environmental risks in prudential supervision*”, Technical document, maggio.

Network for Greening the Financial System, (2020b), “*Climate Change and Monetary Policy – Initial takeaways*”, Technical document, giugno, p. 7

Network for Greening the Financial System, (2021a), “*Adapting central bank operations to a hotter world – Reviewing some options*”, Technical document, marzo 2021

Network for Greening the Financial System, (2021b), “*Climate-related litigation: Raising awareness about a growing source of risk*”, novembre 2021, NGFS Report

Network for Greening the Financial System, (2022), “*Scenarios for central banks and supervisors*”, NGFS Publications, Published on 09/06/2022, pp. 1-48

Noera M., Ainio S., (2021), “*Il Ruolo delle Banche del Clima nella Strategia del Green Deal Europeo*”. ECCO - The italian independent energy and climate change think tank.

Núñez Ferrer J., (2018), “*Financial Instruments and Promotional Banking in the EU are Growing - But is this Justified?*” *Intereconomics* 53, 326-331.

Oustry A., Erkan B., Svartzman R., Weber P.F., (2020), “*Climate-related Risks and Central Banks’ Collateral Policy: a Methodological Experiment*”, Banque de France Working Paper Series n. 790

Parlamento Europeo e Consiglio, (2020), “*Regolamento (UE) 852/2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2088/2019*”.

Parlamento Europeo e Consiglio, (2021), “*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle obbligazioni verdi europee*”, COM/2021/391, Testo rilevante ai fini del SEE, SEC(2021) 390 final, SWD (2021) 181 final, SWD (2021) 182 final

Parlamento Europeo e Consiglio, (2022), “*Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio. che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità*”, 14 dicembre.

Pesce, C., (2022), *“La Banca del clima: scopi e rapporti interistituzionali”*. Giappichelli editore, Il Diritto dell'Unione Europea.

Piljic D., Toor van J., Schellekens G., Oorschot van M., Kok M., (2020), *“Indebted to nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector”*, De Nederlandsche Bank, DNBulletin, giugno 2020

Platform on Sustainable Finance, (2022), *“Final Report on Social Taxonomy”*, febbraio, pp. 10-84

Popoyan L., D’Orazio P., (2020), *“Taking up the climate change challenge: a new perspective on central banking”*, LEM Papers Series 2020/19, Laboratory of Economics and Management (LEM), Sant’Anna School of Advanced Studies, Pisa, Italy.

Powell J., (2023), *“Panel on “Central Bank Independence and the Mandate—Evolving Views”*, speech At the Symposium on Central Bank Independence, Sveriges Riksbank, Stockholm, Sweden

Quaranta, A., (2022), *“I rischi del cambiamento climatico: verso una nuova pianificazione industriale (e politica?)”*. Ambiente & Sviluppo(4), p. 263 - 269.

ReCommon, (2023), *“Una giusta causa per il pianeta”*, al sito: <https://www.recommon.org/la-giusta-causa/>

Rivosecchi G., (2014), *“Il Meccanismo Europeo di Stabilità e il Fiscal Compact tra Karlsruhe e Lussemburgo”*, in "Quaderni costituzionali, Rivista italiana di diritto costituzionale" 2/2014, pp. 425-428, doi: 10.1439/76828

Ruding, H. O., (2012), *“The Contents and Timing of a European Banking Union: Reflections on the Differing Views”*, novembre, CEPS Essays, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2185335>

Sachs J. D., Woo W. T., Yoshino N Taghizadeh-Hesary F., (2019), “*Why Is Green Finance Important?*”, ADBI Working Paper 917, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3327149> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3327149>, gennaio

Sarcinelli M., (2013), “*L’unione Bancaria Europea e La Stabilizzazione dell’Eurozona*” *Moneta e credito* 66.261

Scaffidi, A., (2020), “*Il Meccanismo europeo di stabilità e la solidarietà negata*”, *New Awareness of Solidarity in European Union Law and Beyond*, 48 – 76., isbn 9788865285251

Scaffidi, A., (2021), “*La riforma del Meccanismo europeo di stabilità e le persistenti criticità in materia di decision-making*”, *Federalismi.it – Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo*, (20), 84–100.

Schellekens G., Toor van J., (2019), “*Values at risk? Sustainability risks and goals in the Dutch financial sector*”, Report De Nederlandsche Bank (DNB)

Schnabel I., (2020), “*When market fail – the need for collective action in tackling climate change*”, Keynote speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the European Sustainable Finance Summit, Frankfurt am Main, 28 settembre 2020, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_1~268b0b672f.it.html

Schoenmaker D., (2021), “*Greening monetary policy, Climate Policy*”, *Taylor & Francis Journals*, n. 21(4), 21:4, 581-592, DOI: 10.1080/14693062.2020.1868392, pagine 581-592, aprile

Setzer, J, Vanhala, LC., (2019), “*Climate change litigation: A review of research on courts and litigants in climate governance*”, *WIREs Climate Change*, Editor: Hulme M., doi: <https://doi.org/10.1002/wcc.580>

Setzer J., Byrnes R., (2020), “*Global trends in climate change litigation: 2020 snapshot*” Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment. <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/publication/global-trends-in-climate-change-litigation2020-snapshot/>

Setzer J., Higham C., (2021), “*Global trends in climate change litigation: 2021 snapshot*”, London School of Economic and Political Science, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Columbia Law School, Centre for Climate Change Economics and Policy, at pp. 12- 15, pdf al: https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2021/07/Global-trends-in-climate-change-litigation_2021-snapshot.pdf

Siani G., (2021), “*L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla Finanza sostenibile*”, intervento presso il Festival dello Sviluppo Sostenibile (ASVIS), Le imprese di fronte agli Obiettivi dell’Agenda 2030: le nuove sfide della regolazione europea e di Next generation Eu, 6 ottobre 2021.

Sjåfjell B., (2014), “*The Legal Significance of Article 11 TFEU for EU Institutions and Member States*”, 24 novembre

Sjåfjell B., Wiesbrock A., (2015), “*The Greening of European Business under EU Law: Taking Article 11 TFEU Seriously*”, pp. 51-72, University of Oslo Faculty of Law, Research Paper n. 2014-38, Nordic & European Company Law Working Paper No. 14-08, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2530006>

Solana J., (2018), “*The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection*”, University of Oslo Faculty of Law, Research Paper, n. 2018-23, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3241341> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3241341>

Solana J., (2019), “*Climate litigation in financial markets: a typology*”, University of Glasgow, symposium article, *Transnational Environmental Law*, 0:0 (2019), pp. 1–33 © 2019 Cambridge University Press doi:10.1017/S2047102519000244

Solana J., (2021), “*Climate change litigation risk: central banks and financial institutions*”, Legal Working Paper Series “Climate change litigation and central banks”, ECB, n. 21, dicembre 2021

The Central Bank of West African States – BCEAO, (2010), “*Statutes of Central Bank of West African States*”, https://www.bceao.int/sites/default/files/inline-files/TraiteUMOA2010_tr_Eng.pdf

The West African Economic and Monetary Union - WAEMU, (1994), “*Treaty on the West African Economic and Monetary Union (WAEMU)*”, 1994, <https://edit.wti.org/document/show/pdf/57ce5bd9-ef38-4a1d-abd5-ed07f1f155bf>

The West African Monetary Union -WAMU, (2010), “*Treaty on the West African Monetary Union (WAMU)*”, https://www.bceao.int/sites/default/files/inline-files/TraiteUMOA2010_tr_Eng.pdf

Turco, G., (2020), “*I Principi per l'attività bancaria responsabile e la loro implementazione*”, *Ius in Itinere*, ottobre.

Ugolini, S., (2017), “*The Evolution of Central Banking: Theory and History*”, Palgrave Studies in Economic History, <https://doi.org/10.1057/978-1-137-48525-0>

United Nation Environment Programme Finance Initiative - UNEP FI, (2019), “*Principle for responsible banking*”

United Nation The Global Compact, (2004), “*Who Cares Wins - Connecting Financial Markets to a Changing World*”, Tratto da https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf

United Nations – ache ONU, UN, (2015), “*Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development*”, luglio

Valla N., Brand T., Doisy S., (2014), “*A New Architecture for Public Investment in Europe: The Eurosystem of Investment Banks and the Fede Fund*”, Policy Brief No. 4, CEPII;

Verheyen R., Günther R.,(2021), “*Legal options for implementing climate criteria in the monetary policy of the European Central Bank*”

Volberding P., (2016), “*National Development Banks and the Rise of Market-Based Protectionism in Europe*”, Paper presented at the CEEISA-ISA

Volker B., (2023), “*The Green Asset Ratio (GAR): a New Key Performance Indicator for Credit Institutions*”, Center for Financial Studies, working Paper n. 683, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4320375> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4320375>

Whittaker, S., (2021), “*The Aarhus Convention: The Global Standard for the Right of Access to Environmental Information? In The Right of Access to Environmental Information*” (pp. 33-59). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/9781108954914.003

World Commission on Environment and Development, (1987), “*Our common Future*”, United Nations, New York

Zilioli C., Selmayr M., (2007), “*La Banca Centrale Europea*”, Milano, 2007, Giuffrè, *Giuristi stranieri di oggi*, pp.107-246.