



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

Dipartimento di Diritto pubblico italiano e sovranazionale
Corso di Dottorato in Diritto pubblico, internazionale ed europeo
Curriculum in Diritto internazionale
XXXIV Ciclo

TESI DI DOTTORATO

**IL MERCATO DEL DEBITO SOSTENIBILE
NEL DIRITTO INTERNAZIONALE**

Tesi presentata da:
Dott. TIZIANO BUSSANI
Matricola: R12459
Settore scientifico disciplinare:
Diritto internazionale IUS/13

Tutor: Chiar.mo Prof. Giulio Peroni
Coordinatore: Chiar.ma Prof.ssa Francesca Biondi

Anno Accademico 2021/2022

Per Nonno Primo

“Traditional international law and its instruments are stagnating both in terms of quantity and quality. New, alternative forms of cross-border cooperation, in particular processes of informal international lawmaking, have emerged and gained prominence since the 2000s in response to an increasingly diverse, networked, and knowledge-based society. This transformation impacts on the three axes of actors, processes and outputs in the international legal order. We challenge the assumption that traditional international law is, by definition, legitimate and that this would not be the case for new forms of informal lawmaking: whereas traditional international law is often based on “thin state consent”, a “thick stakeholder consensus” underlies many of the new forms of cooperation”.

“If correct, this assessment has consequences for the entire discipline of international law, including law school teaching. Why is it, for example, that in the face of the stagnation of international law, law schools continue to teach only traditional international law and leave new forms of cooperation to international relations scholars? If we want to keep both the field and its students sociologically relevant we will need to look beyond the four corners of traditional actors, processes and outputs”.

J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS,
The Stagnation of International Law,
in *Leuven Centre for Global Governance Studies*
Working Paper, 97, 2012, pp. 1 e 39.

Prefazione

Il presente lavoro rappresenta la sintesi del mio percorso di formazione e di ricerca dottorale. Non senza difficoltà, anche dovute al rapidissimo e continuo evolversi del fenomeno oggetto di indagine, ho tentato di svolgere un'analisi il più possibile approfondita di un tema assai rilevante per il diritto internazionale dell'economia, ma tuttora ampiamente inesplorato, che apre nuove e inediti scenari di riforma a tutto tondo del sistema economico, finanziario e monetario internazionale nel segno dello Sviluppo sostenibile. Mi auguro che possa essere d'aiuto per ulteriori ricerche in materia. Il presente lavoro è al contempo un punto di approdo e un punto di partenza, uno spartiacque fondamentale nel mio percorso di crescita personale e professionale e di ricerca accademica.

Ringrazio il mio tutor Prof. Giulio Peroni, che mi ha dato l'opportunità di approfondire liberamente un tema di mio estremo interesse e mi ha introdotto al mondo della ricerca scientifica e della didattica universitaria, rendendomi partecipe delle sue iniziative. Ringrazio la Fondazione Fratelli Confalonieri, che ha finanziato il mio percorso di dottorato. Ringrazio il Prof. Kern Alexander dell'Università di Zurigo, presso cui ho svolto un soggiorno di ricerca finalizzato alla pubblicazione di un articolo, che è parte integrante del presente lavoro¹. Ringrazio la mia famiglia, che mi è stata sempre vicino e ha sempre supportato e sostenuto ogni mia scelta.

Milano, 31 Luglio 2022

¹ T. BUSSANI, *Compliance monitoring and enforcement with voluntary standards: the case for external reviews on green bonds*, in *Cahiers Jean Monnet*, 14, 2021.

Abstract

Il Progetto di ricerca indaga l'emergente mercato degli strumenti di debito sostenibile nella prospettiva del diritto internazionale, in specie del diritto internazionale pubblico dell'economia. Trattasi di un segmento dei mercati finanziari internazionali in cui vengono emessi e scambiati prodotti e servizi finanziari innovativi come i *green bond*, i *social bond*, i *sustainability bond*, i *sustainability-linked bond*, gli omologhi *loans* e altri strumenti, che si caratterizzano per il collegamento strutturale tra indebitamento e specifici obiettivi e criteri di sostenibilità climatica, ambientale e/o sociale.

A livello internazionale, detti strumenti sono disciplinati da *standard* volontari emessi da regolatori transnazionali privati, come l'International Capital Market Association (ICMA), la cui *compliance* viene verificata, per comune prassi di mercato, tramite la prestazione di servizi di *external assurance*, denominati *external review*, da parte di soggetti terzi, indipendenti e specializzati, su richiesta dei medesimi enti emittenti. Il mercato del debito sostenibile è cresciuto in maniera esponenziale nell'ultimo decennio in tutto il Mondo, grazie all'ingresso nel settore degli emittenti privati (banche, società finanziarie e non finanziarie) e pubblici (Stati, Unione Europea, Banche multilaterali e nazionali di sviluppo, enti subnazionali e agenzie governative). Lo sviluppo del settore è stato ampiamente supportato a livello di *governance* economica internazionale, segnatamente dal G20, dalle Nazioni Unite (tramite l'UNEP e altre iniziative), dalla Banca mondiale, dall'OCSE, dall'Unione Europea, che ha, peraltro, proposto un proprio *standard* internazionale in materia di *green bond*, e da altri enti e organizzazioni, ed è stato ulteriormente accelerato dalla creazione di segmenti dedicati presso numerosi mercati regolamentati, nonché dall'emanazione di apposite discipline di settore, soprattutto di *soft-law*, a livello nazionale e regionale. Ciò è avvenuto, soprattutto nell'ultimo quinquennio, nel quadro di un generale percorso di riforma del settore finanziario avviato a livello internazionale nel solco dell'Agenda 2030 e dell'Accordo di Parigi, con l'obiettivo di promuovere gli strumenti e le pratiche di "Finanza sostenibile", per allineare i mercati finanziari internazionali agli obiettivi di Sviluppo sostenibile della Comunità internazionale.

L'importanza strategica del settore del debito sostenibile per finanziare la transizione globale verso un modello di Sviluppo sostenibile impone di indagare giuridicamente il fenomeno economico e finanziario descritto nel suo insieme e in termini unitari, ricostruendone le caratteristiche strutturali e normative e soffermandosi sulle problematiche e sulle questioni giuridiche conseguenti, in funzione dell'obiettivo, di portata internazionale, di finanziare lo Sviluppo sostenibile e prevenire a livello sistemico il fenomeno del "greenwashing", che consiste, in generale, nell'uso improprio degli strumenti denominati o "etichettati" come sostenibili.

A tal fine, il Progetto di ricerca si sofferma, innanzitutto, sull'evoluzione del concetto di Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale, argomentando come lo stesso rappresenti, ad oggi, un obiettivo della Comunità internazionale, un principio giuridico internazionale e un bene pubblico globale, che promuove la progressiva trasformazione dell'intero sistema economico e finanziario (Capitolo I). In secondo luogo, il Progetto indaga il fenomeno della Finanza sostenibile, definito al contempo come settore autonomo, ma trasversale, del sistema finanziario internazionale e come processo di riforma dei mercati che coinvolge parimenti soggetti pubblici e attori privati, dando origine, a livello internazionale, ad una struttura di *governance* e di *law-making* informale, ibrida e multilivello, in linea con il principio di *global partnership* di cui al SDG 17 (Capitolo II). Su tali premesse, il Progetto ripercorre l'evoluzione e le caratteristiche del mercato in esame, dimostrando come quest'ultimo si configuri a tutti gli effetti come segmento distinto e autonomo dei mercati internazionali, dotato di proprie specifiche discipline (*standard*) di settore, di fonte per lo più privata e ad applicazione volontaria (Capitoli III e IV). Infine, il Progetto ricostruisce e analizza la struttura di *governance* internazionale del mercato, risultante dalla diffusa e generale applicazione degli *standard* ICMA, che forniscono una disciplina sia sostanziale, sia procedurale del settore, esaminandone la rilevanza nel contesto del GATS e del diritto internazionale economico e finanziario (Capitolo V), soffermandosi da ultimo sul ruolo dell'*external review* come strumento tipico di verifica della *compliance* e sui conseguenti meccanismi di *enforcement* per la prevenzione sistemica del *greenwashing* (Capitolo VI).

Nel procedere con l'indagine, il Progetto approfondisce, altresì, temi generali del diritto internazionale contemporaneo, riguardanti, tra gli altri, la crisi delle tradizionali forme di *law-making* internazionale, il crescente ruolo degli attori privati nella *governance* dei fenomeni economici internazionali, segnatamente in materia di Sviluppo sostenibile, la problematica collocazione delle fonti private all'interno dell'ordinamento internazionale pubblico, il rapporto tra diritto internazionale e diritto transnazionale e la cosiddetta

“frammentazione” e “stagnazione” del diritto internazionale di fronte al moltiplicarsi delle strutture di *governance* globale e transnazionale, risultanti da forme collaborative atipiche e informali tra settore pubblico e settore privato secondo il modello delle *partnership multistakeholder*.

* * *

The Research project investigates the emerging global market for sustainable debt instruments from the perspective of international law, especially public international economic law. This is a segment of the international financial markets where innovative financial products and services are issued and traded such as green bonds, social bonds, sustainability bonds, sustainability-linked bonds, sustainable-labeled loans, and other instruments, which are characterized by the structural connection between indebtedness and specific climate, environmental and/or social sustainability objectives and criteria.

At the international level, these instruments are governed by voluntary standards issued by private transnational regulators, such as the International Capital Market Association (ICMA), whose compliance is verified, by common market practice, through the provision of external assurance services, named external reviews, by independent and specialized third parties, at the request of the same issuers. The sustainable debt market has grown exponentially over the last decade all over the world, following the entry into the market of private (banks, financial and non-financial companies) as well as public issuers (States, European Union, Multilateral and national development banks, municipalities, and government-backed entities). The sound growth of the market has been extensively supported by the international economic governance institutions, namely the G20, the United Nations (especially through the UNEP and other initiatives), the World Bank, the OECD, the European Union, which has also proposed its own standard for green bonds, and other entities and organizations. It has also been accelerated by the establishment of dedicated segments in numerous regulated markets and the issuance at the national and regional level of sector-specific disciplines, especially through soft-law instruments. This has taken place, in the last five years, within the context of the general reform process of the financial sector launched at the international level under the aegis of the 2030 Agenda and the Paris Agreement, with the aim of promoting sustainable finance instruments and practices, with

the aim of aligning international financial markets with the International Community's Sustainable development goals.

The strategic role of the sustainable debt market in financing the global transition towards Sustainable development calls for a comprehensive legal investigation of this phenomenon, aimed at identifying its structural and normative features as well as consequent legal and regulatory issues, within the perspective of preventing at the systemic level the internationally relevant phenomenon of "greenwashing", which consists, in general, in the misuse of sustainable-labeled instruments.

To this end, the Research project focuses, first of all, on the evolution of the concept of Sustainable development in international law, arguing how it represents, to date, a proper objective of the International community, an international legal principle, and a global public good, which promotes the transformation of the entire international economic and financial system (Chapter I). Secondly, the Project investigates the phenomenon of Sustainable Finance, which is defined at the same time as an autonomous, but cross-cutting sector of the international financial system and a process of financial markets reform that involves public as well as private actors through informal, hybrid, and multilevel international governance and law-making structures, in accordance with the principle of global partnership referred to in the SDG 17 (Chapter II). Based on these premises, the Project retraces the evolution and characteristics of the sustainable debt market, as a distinct and autonomous segment of the international financial markets having its own sector-specific, market-driven voluntary standards and rules (Chapters III and IV). Finally, the Project reconstructs and analyzes the transnational governance structure of the market, resulting from the widespread and general application, at the international level, of the ICMA standards, which provide both substantial and procedural disciplines for the entire market, and examines their relevance in the context of the GATS and within the framework of international economic and financial law (Chapter V). Finally, it focuses on the role of external reviews as the typical instruments for verifying compliance with standards and consequent enforcement mechanisms for the systemic prevention of greenwashing (Chapter VI).

In proceeding with the investigation, the Project also explores contemporary international legal issues, such as the crisis of traditional forms of international public law-making, the growing role of private actors in the governance of international economic affairs, particularly in the field of Sustainable development, the problematic collocation of private standards within the framework of public international economic law, the

relationship between international law and transnational law and the so-called “fragmentation” and “stagnation” of public international law with respect to the proliferation of global governance institutions resulting from the emergence of non-traditional and informal partnerships and networks between the public and the private sector in a multistakeholder fashion.

Indice

Prefazione.....	7
Abstract	9
Indice	15
Indice delle abbreviazioni.....	19
Introduzione.....	21
Piano d'indagine e metodologia	31

Parte Prima DIRITTO INTERNAZIONALE, SVILUPPO SOSTENIBILE, FINANZA SOSTENIBILE

Introduzione.....	37
-------------------	----

Capitolo I.

Lo Sviluppo sostenibile come concetto, obiettivo e principio di diritto internazionale generale e bene pubblico globale

§ 1. Sostenibilità e Sviluppo sostenibile.....	41
§ 2. Lo Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale: evoluzione storica e inquadramento generale.....	45
§ 3. La genesi del concetto di Sviluppo sostenibile: il Rapporto Brundtland, la Risoluzione <i>Our Common Future</i> e la Dichiarazione di Rio.....	53
§ 4. La posizione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo della Comunità internazionale alla luce dell'Agenda 2030 e dei 17 <i>Sustainable Development Goals</i>	61
§ 5. La dibattuta natura giuridica del principio dello Sviluppo sostenibile tra valenza meramente politica, <i>soft-law</i> e diritto internazionale generale.....	69
§ 6. Lo Sviluppo sostenibile, l'Agenda 2030 e i cambiamenti della <i>governance</i> e del <i>law-making</i> internazionale.....	81
§ 7. Lo Sviluppo sostenibile come bene pubblico globale.....	90

Capitolo II.

La Finanza sostenibile come fenomeno globale entro il processo di riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale

§ 1. Finanza ed etica; sostenibilità e diritto: il nuovo paradigma della Finanza sostenibile.....	97
§ 2. L'emersione della Finanza sostenibile come settore distinto, ma trasversale, del sistema finanziario internazionale.....	105
§ 3. La Finanza sostenibile e le iniziative politiche assunte da Stati e Organizzazioni internazionali in sede di <i>governance</i> economica internazionale.....	113
§ 4. La regolamentazione a livello sovranazionale della Finanza sostenibile: l'esempio dell'Unione Europea.....	125
§ 5. La Finanza sostenibile come fenomeno economico e giuridico globale di rilevanza internazionale.....	130

§ 6.	La Finanza sostenibile come processo di riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale.....	134
§ 7.	Diritto e <i>governance</i> della Finanza sostenibile tra diritto internazionale pubblico, diritto transazionale privato e diritto interno.	140
§ 8.	La Finanza sostenibile come settore emergente del diritto internazionale dell'economia e, nello specifico, del diritto internazionale della finanza.	144

Parte Seconda

IL MERCATO DEGLI STRUMENTI DI DEBITO SOSTENIBILE COME SEGMENTO DISTINTO E AUTONOMO DEI MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI E LA RELATIVA DISCIPLINA

Introduzione.....	163
-------------------	-----

Capitolo III.

L'emersione del mercato degli strumenti di debito sostenibile e le fasi di creazione, strutturazione, espansione e crescita esponenziale del mercato

§ 1.	Il mercato degli strumenti di debito sostenibile.....	167
§ 2.	Le quattro fasi di sviluppo del mercato.....	172
§ 3.	I primi <i>green bond</i> emessi dalla Banche multilaterali di sviluppo.	175
§ 4.	La crescita del mercato: nuovi emittenti, nuovi mercati, nuovi strumenti.	177
§ 5.	Lo sviluppo degli <i>standard</i> : il Climate Bonds Standard e i Green Bond Principles.....	180
§ 6.	La prassi dell' <i>external review</i>	184
§ 7.	Il supporto della <i>governance</i> internazionale allo sviluppo del mercato.....	186
§ 8.	Strutturazione ed espansione del mercato.....	190
§ 9.	L'emanazione di <i>standard</i> , <i>soft-law</i> e regolamentazioni a livello nazionale e regionale.....	192
§ 10.	I segmenti <i>green</i> e <i>sustainable</i> nei mercati regolamentati.	194
§ 11.	I <i>green bond</i> sovrani e l'innovazione degli strumenti di debito sostenibile per il debito pubblico e le politiche di sviluppo e di transizione climatica.....	197
§ 12.	Gli altri strumenti di debito sostenibile.....	202
§ 13.	Il mercato globale del debito sostenibile verso la crescita esponenziale e il fenomeno del <i>greenwashing</i>	207

Capitolo IV.

Gli strumenti di debito sostenibile: fattispecie e disciplina secondo gli standard ICMA e gli altri standard rilevanti

§ 1.	Elementi costitutivi e distinzioni fondamentali.	209
§ 2.	Green Bond: definizione ed elementi costitutivi.	217
§ 3.	Green Bond: disciplina generale tra obblighi di fatto e <i>best practice</i> a livello internazionale.	223
§ 4.	Tipologie di green bond.	227
§ 5.	I Social Bond e i Sustainability Bond.	228
§ 6.	I Sustainability-Linked Bond.....	230
§ 7.	I <i>Loans</i> sostenibili.	232
§ 8.	La proposta dell'European Green Bond Standard.....	234
§ 9.	Verso la standardizzazione internazionale delle tassonomie, dell'attività di <i>reporting</i> e dell' <i>external review</i>	237

Parte Terza
REGOLAMENTAZIONE E GOVERNANCE DEL MERCATO TRA DIRITTO
INTERNAZIONALE PUBBLICO E DIRITTO TRANSNAZIONALE PRIVATO

Introduzione..... 243

Capitolo V.

Gli *standard* ICMA come disciplina comune del mercato e *transnational private regulation* nel quadro del diritto internazionale dell'economia e del sistema GATS

§ 1.	Considerazioni preliminari sui concetti di <i>governance</i> e <i>regulation</i>	247
§ 2.	Evoluzione della <i>governance</i> del mercato e della relativa regolamentazione.	255
§ 3.	La struttura di <i>governance</i> del mercato del mercato del debito sostenibile e la relativa regolamentazione.....	261
§ 4.	Caratteristiche e forme dei regimi di <i>private governance</i> e loro interazione con le strutture di <i>public governance</i>	265
§ 5.	L'emersione dell'ICMA come <i>international standard-setter body</i> e la rilevanza dei relativi <i>standard</i> nel contesto del diritto internazionale economico e finanziario, in specie del sistema GATS.	271
§ 6.	Il concetto di <i>transnational private regulation</i> e la sua rilevanza nel quadro dell'ordinamento internazionale.	280

Capitolo VI.

***Compliance monitoring* ed *enforcement* degli *standard* nella prassi internazionale di mercato e nel diritto interno tra frammentazione normativa ed esigenza di uniformità**

§ 1.	L' <i>external review</i> come servizio di <i>external assurance</i>	285
§ 2.	Caratteristiche e forme di <i>external review</i>	288
§ 3.	Forme di <i>external review</i> a confronto.	295
§ 4.	La funzione regolatoria dell' <i>external review</i> come prassi comune di mercato.	297
§ 5.	I limiti dell' <i>external review</i> come strumento tipico di verifica ed <i>enforcement</i> della <i>compliance</i> a livello internazionale.	300

Considerazioni di riepilogo..... 305

Osservazioni conclusive 309

Appendice I. Elenco degli atti e dei documenti internazionali maggiormente rilevanti in materia di Sviluppo sostenibile 315

Appendice II. Elenco degli atti e dei documenti internazionali ed europei maggiormente rilevanti in materia di Finanza sostenibile..... 321

Appendice III. Elenco degli atti e degli *standard* maggiormente rilevanti in materia di strumenti di debito sostenibile..... 327

Bibliografia 331

Indice delle abbreviazioni

ACMF	ASEAN Capital markets Forum
APLMA	Asia Pacific Loan Market Association
ASEAN GBS	ASEAN Green Bond Standards
ASEAN SBS	ASEAN Social Bond Standards
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
CBI	Climate Bonds Iniziative
CBS	Climate Bonds Standard and Certification Scheme
CIG	Corte Internazionale di Giustizia
CSR	Corporate Social Responsibility
ECB (BCE)	European Central Bank
EIB (BEI)	European Investment Bank
ESG	Economic, Social, Governance (factors or considerations)
EU	European Union
EU GBS	European Green Bond Standard (proposal)
FMI (IMF)	International Monetary Fund
FSB	Financial Stability Board
FSF	Financial Stability Forum
GATS	General Agreement on Trade in Services
GATT	General Agreement on Tariffs and trade
GBP	Green Bond Principles
GLP	Green Loans Principles
HLEGSF	High-Level Expert Group on Sustainable Finance
IADI	International Association of Deposit Insurers
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IASB	International Accounting Standards Board
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development
ICMA	International Capital Markets Association
IFAC	International Federation of Accountants
IFC	International Financial Corporation
ILA	International Law Association
ILC	International Law Commission

ILO	International Labour Organization
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISO	International Organization for Standardization
IPSF	International Platform on Sustainable Finance
ISSB	International Sustainability Standards Board
LMA	Loan Market Association
LSTA	Loan Syndications and Trading Association
NGFS	Network for Greening the Financial System
OECD (OCSE)	Organization for Economic Co-operation and Development
PPIF	Principles for Positive Impact Finance
PRB	Principles for Responsible Banking
PRI	Principles for Responsible Investment
PSI	Principles for Sustainable Insurance
SBFN	Sustainable Banking and Financial Network
SBG	Sustainability Bond Guidelines
SBP	Social Bond Principles
SDG	Sustainable Development Goals
SLBP	Sustainability-Linked Bond Principles
SLLP	Sustainability-Linked Loans Principles
SLP	Social Loan Principles
SRI	Socially Responsible Investment
SSE	Sustainable Stock Exchange Initiative
TBT	Agreement on Technical Barriers to Trade
TCFD	Task-Force on Climate-Related Financial Disclosure
TEG	Technical Expert Group on Sustainable Finance
UN	United Nations
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
UNDP	United Nations Development Programme
UNEP	United Nations Environment Programme
UNEP FI	United Nations Environment Programme - Financial Initiative
UNFCCC	United Nations Framework Convention on Climate Change
WB	World Bank (Banca Mondiale)
WTO (OMC)	World Trade Organization

Introduzione

Viviamo un periodo storico in cui il cambiamento climatico, il progressivo esaurimento delle risorse terrestri, l'inquinamento e il degrado ambientale, la fame, la povertà estrema, la privazione dei diritti umani per una significativa parte della popolazione globale e l'aumento delle diseguaglianze sociali in tutto il Mondo minacciano il futuro e la prosperità del Pianeta Terra e dell'intera Umanità. La speranza di un cambiamento strutturale è riposta in gran parte nella capacità dello Sviluppo sostenibile, come concetto, obiettivo e principio giuridico internazionale, di promuovere una progressiva ed effettiva trasformazione del sistema economico internazionale, al fine di realizzare un modello di sviluppo globale che sia sostenibile dal punto di vista economico, ambientale e sociale ovvero *“in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”*¹.

Nel corso degli ultimi cinquant'anni, il concetto di Sviluppo sostenibile, teorizzato per la prima volta nel Rapporto Brundtland adottato dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel 1987², è emerso e si è consolidato nella prassi come principio giuridico che promuove la piena e pari integrazione, ad ogni livello di *governance*, delle considerazioni di natura economica con quelle di natura ambientale e sociale, nell'interesse delle generazioni presenti e, soprattutto, future. Lo Sviluppo sostenibile è, altresì, riconosciuto come un vero e proprio obiettivo (che comprende al suo interno una pluralità di diversi obiettivi) dell'intera Comunità internazionale, funzionale ad affrontare collettivamente le principali e comuni problematiche di ordine ambientale e sociale che affliggono l'intero genere umano ed altresì strumentale al mantenimento della pace e della sicurezza internazionale di lungo periodo.

Ma il perseguimento di tale obiettivo non può – e non deve – essere rimesso esclusivamente alla volontà dei Governi e al difficile terreno della cooperazione e della

¹ G.H. BRUNDTLAND, *Report of the World Commission on Environment and Development. Our Common Future*, 1987, UN Doc. A/42/427, in breve: Rapporto Brundtland, cfr. Overview, Punto 27.

² Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 42/187 del 11 Dicembre 1987 *“Report of the World Commission on Environment and Development”*, UN Doc. A/RES/42/187, in breve: Risoluzione *Our Common Future*.

politica internazionale: imprese, individui e società civile devono fare la propria parte affinché si possa effettivamente innescare, a livello globale, quel “*processo di cambiamento*” che è sotteso al modello dello Sviluppo sostenibile, “*in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l’orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale sono [siano] resi coerenti con bisogni futuri così come quelli presenti*”³.

L’Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile, adottata dall’Assemblea Generale con la Risoluzione n. 70/1 del 25 settembre 2015, sembra spingere in maniera accelerata verso tale direzione, nel dichiarato obiettivo di “*trasformare il mondo in cui viviamo*” e il “*modo in cui la nostra società produce e consuma beni e servizi*”⁴, attraverso un’agenda “*di portata e rilevanza senza precedenti*”, “*accettata ed applicata da tutti gli Stati*”, che pone obiettivi di Sviluppo sostenibile – i 17 *Sustainable Development Goals* – “*universali, interconnessi e indivisibili*”⁵, per la cui realizzazione occorre “*mobilizzare tutte le risorse necessarie (..) attraverso una revitalizzata Global Partnership per lo Sviluppo sostenibile*”, che coinvolga parimenti settore pubblico e privato nella soluzione delle sfide internazionali della sostenibilità⁶.

In tale contesto, in particolare, il sistema finanziario internazionale è chiamato a svolgere un ruolo cruciale per supportare la transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile e realizzare i 17 *Sustainable Development Goals* dell’Agenda 2030. Dal momento che Stati e Organizzazioni internazionali non dispongono di risorse sufficienti per affrontare una sfida di siffatta portata, risulta quanto mai necessario “*allineare*” l’intero settore dei servizi e dei mercati finanziari all’obiettivo dello Sviluppo sostenibile, al fine di “*riorientare*” i flussi finanziari internazionali verso attività in grado di realizzare concreti benefici sotto il profilo climatico, ambientale e sociale⁷. Naturalmente, ciò impone di abbandonare progressivamente il modello della “*Finanza tradizionale*”, in cui le decisioni finanziarie sono orientate pressoché esclusivamente dall’analisi rischio/profitto, per abbracciare il modello alternativo di una “*Finanza sostenibile*”, in cui le considerazioni di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* – i cosiddetti “*fattori ESG*” (*Environmental*,

³ Ivi, Punto 30.

⁴ Risoluzione dell’Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/1 del 25 settembre 2015 “*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*”, UN Doc. A/RES/70/1, in breve: Agenda 2030, cfr. rispettivamente Preambolo e punto 28.

⁵ Cfr. Agenda 2030, in particolare Preambolo e punto 5.

⁶ Cfr. Agenda 2030, in particolare punto 5, punto 39 e Goal n. 17.

⁷ Cfr. in particolare UNEP, *The Financial System We Need. Aligning Financial System with Sustainable Development*, 2015; UNEP, *The Financial System We Need. From Momentum to Transformation*, 2016; UNEP, *Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*, 2016; UNEP, WORLD BANK, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, 2017; UNEP, *Making Waves: Aligning the Financial System with Sustainable Development*, 2018.

Social, Governance) – sono pienamente integrate nei servizi e nei mercati finanziari e nei processi decisionali dei relativi operatori⁸. Una tale riforma del settore dei servizi e dei mercati finanziari, infatti, potrebbe consentire, tramite i meccanismi del mercato e sfruttando l'effetto leva della finanza, di trasformare progressivamente i processi produttivi su scala globale, rendendoli via via più sostenibili, così trasformando in positive le esternalità negative tipicamente causate dalla produzione e dalla crescita globale e redistribuendo in maniera più equa la ricchezza prodotta.

A seguito dell'adozione dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite e della stipulazione dell'Accordo di Parigi⁹, avvenuta anch'essa nel 2015, la questione di come promuovere efficacemente la Finanza sostenibile ai vari livelli di *governance* economica e finanziaria ha acquisito sempre più rilevanza nell'agenda politica internazionale. Ciò ha dato vita ad un dibattito, di rilevanza propriamente globale, che coinvolge non solo gli Stati e le Organizzazioni internazionali, ma anche il settore privato, le cui iniziative hanno profondamente innovato lo scenario di mercato, proprio negli ultimi anni. Tale dibattito si configura come vero e proprio processo di generale e graduale riforma dell'intero settore dei servizi e dei mercati finanziari, che si sta dispiegando in maniera "informale" sul piano internazionale, coinvolgendo soggetti pubblici (Stati, Organizzazioni internazionali, regolatori nazionali e reti internazionali o transnazionali di regolatori) e attori non statali (imprese e associazioni di imprese, organizzazioni non governative, regolatori privati, società civile, *partnership* e *network* informali) in forme collaborative, "ibride" e "*multistakeholder*" di *governance* e *law-making* orientate allo Sviluppo e alla Finanza sostenibile¹⁰.

Nello scenario descritto, assume sempre più rilevanza l'emersione e il consolidamento, avvenuto nell'arco dell'ultimo decennio, di un vero e proprio segmento dei mercati finanziari internazionali in cui vengono scambiati "strumenti di debito" (principalmente *bond* e *loans*¹¹) che sono "etichettati" (*labeled*) come "sostenibili" (o comunque in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile) in ragione delle finalità ambientali o sociali specificamente

⁸ Sul punto, v. Capitolo II.

⁹ Cfr. Accordo di Parigi, art. 2.1 lett. c).

¹⁰ Nel merito di tale ricostruzione, v. Capitolo II, nello specifico § 6.

¹¹ Non esiste una definizione tecnico-giuridica di *bond* e *loans*; tuttavia, può correttamente concludersi che i *bond* sono strumenti obbligazionari offerti al pubblico sui mercati finanziari, mentre i *loans* sono contratti di mutuo stipulati privatamente. Nonostante le differenze tra i relativi mercati, si è ritenuta opportuna la trattazione unitaria per via della sostanziale omogeneità normativa per quanto concerne le caratteristiche di sostenibilità di tali strumenti e gli *standard* applicabili, come illustrato nel Capitolo III. Potenzialmente, inoltre, qualsiasi strumento di debito, può essere etichettato come sostenibile e, per l'effetto, essere ritenuto parte integrante del mercato oggetto di indagine. Anche i contratti di deposito bancario, per esempio, potrebbero essere resi *green*, *sustainable* o *sustainability-linked*.

perseguite. Trattasi di un settore del mercato composto da strumenti e servizi innovativi che si caratterizzano per il collegamento strutturale tra indebitamento e obiettivi e criteri di sostenibilità.

Tale collegamento strutturale può assumere due diverse configurazioni. Nei cosiddetti strumenti di tipo “*use-of-proceeds*” (come i *green, social e sustainability bond*, che rappresentano la quota maggioritaria del mercato, e gli omologhi, ma assai meno diffusi *loans*) esso consiste in una sorta di vincolo di destinazione sul capitale prestato, che deve essere destinato dall’ente emittente al finanziamento esclusivo di attività economiche o finanziarie in grado di apportare concreti benefici dal punto di vista ambientale e/o sociale, secondo specifici criteri predeterminati dall’ente emittente medesimo nel rispetto degli *standard* applicabili. Nei cosiddetti strumenti di tipo “*performance-linked*” (come gli emergenti *sustainability-linked* o *ESG-linked bond* e gli omologhi, ma ben più diffusi *loans*), invece, esso consiste in una variazione del rendimento del titolo in base al raggiungimento o meno di prefissati obiettivi di sostenibilità da parte del soggetto debitore. Ad oggi, tali tipologie di strumenti sono emessi in tutto il Mondo da Stati, Organizzazioni internazionali, Banche multilaterali e nazionali di sviluppo, enti subnazionali, agenzie governative e società pubbliche, nonché da banche private, istituzioni finanziarie e società non finanziarie, e sono scambiati sui principali mercati finanziari internazionali.

Nel giro di pochi anni, il mercato del debito sostenibile (o degli strumenti di debito sostenibile) è cresciuto in maniera esponenziale a livello globale, raggiungendo nel 2021 la cifra di 2.800 miliardi di dollari di emissioni cumulative globali dal 2007, di cui oltre 1.100 miliardi, pari al 40% del totale, solamente nel 2021¹². La rapida crescita del settore si ritiene dovuta anche al supporto espresso, a livello di *governance* economica internazionale e nel contesto della Finanza sostenibile, dagli Stati del G20, dalle Nazioni Unite, in particolare tramite l’UNEP, dall’OCSE, dalla Banca Mondiale, dall’Unione Europea e da altre Organizzazioni ed enti internazionali, che hanno formulato dichiarazioni e raccomandazioni al riguardo¹³, ed è stata, altresì, alimentata dalle molteplici iniziative intraprese da attori non statali come l’International Capital Market Association (ICMA), la Climate Bonds Initiative (CBI), la Loan Market Association (LMA) unitamente all’Asia-Pacific Loan Market Association (APLMA) e alla Loans Syndications & Trading Association (LSTA), la

¹² Cfr. CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Sustainable Debt Global State of the Market 2021, 2022*. I primi *green bond* furono emessi nel 2007 e nel 2008, rispettivamente, dalla Banca Europea per gli Investimenti e dalla Banca Mondiale: si trattò dei primi strumenti di debito espressamente denominati in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile.

¹³ Sul punto, v. nello specifico Capitolo III, § 7.

Sustainable Stock Exchange Initiative delle Nazioni Unite (SSE), la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e altri attori che hanno proposto *standard* (segnatamente l'ICMA per i *bond* sostenibili e, congiuntamente, la LMA, l'APLMA e la LSTA per i *loans* sostenibili), schemi di certificazione (in particolare la CBI per tutte le tipologie di *asset* “*climate-aligned*”) e strategie regolatorie (soprattutto la SSE e la IOSCO) e offrono, tuttora, servizi di vario genere per promuovere la trasparenza, l'integrità e la sana crescita del mercato. Su tali presupposti, nell'ultimo quinquennio si sono moltiplicati gli interventi regolatori sul punto sia da parte degli Stati centrali, soprattutto tramite strumenti di *soft-law*, sia da parte di autorità di regolamentazione dei mercati ed enti gestori dei mercati regolamentati, che in ben 40 giurisdizioni hanno istituito appositi segmenti *green* o *sustainable* dei mercati specificamente dedicati al *listing* di tali tipologie di strumenti.

Ad oggi, il mercato del debito sostenibile si configura, a tutti gli effetti, come segmento distinto e autonomo dei mercati finanziari internazionali, dotato di caratteristiche peculiari e di specifiche discipline¹⁴. A livello internazionale, i principali strumenti di debito sostenibile sono disciplinati da *standard* di settore emessi prevalentemente da regolatori privati, come in particolare quelli emessi dall'ICMA per le varie tipologie di *bond* sostenibili¹⁵, che stabiliscono requisiti, regole di condotta e raccomandazioni valide per l'intero mercato. Oggigiorno, gli *standard* ICMA sono applicati da un'ampissima maggioranza di enti emittenti in tutto il Mondo¹⁶, sia presso le giurisdizioni del tutto prive di norme o *standard* interni di riferimento, per comune prassi di mercato, sia presso quelle che hanno adottato specifiche discipline al riguardo, per espresse disposizioni normative o regolamentari che ne danno diretta applicazione ovvero ne recepiscono sostanzialmente il contenuto.

Detti *standard* impongono agli emittenti di auto-disciplinare lo strumento emesso – attraverso la redazione di un documento comunemente denominato con il termine di “*framework*” – nel rispetto di determinati requisiti e criteri e raccomandano, altresì, di sottoporsi ad una “*external review*”, svolta privatamente, per dare prova della loro corretta applicazione¹⁷. L'ampia diffusione degli *standard* e dell'*external review* nella prassi finanziaria internazionale ha portato all'emersione e al consolidamento di un vero e proprio

¹⁴ A tale dimostrazione è dedicata, nel complesso, la Seconda Parte del presente lavoro (Capitoli III e IV).

¹⁵ Si tratta in particolare dei *Green Bond Principles*, *Social Bond Principles*, *Sustainability Bond Guidelines*, *Sustainability-Linked Bond Principles* e delle *Guidelines for external review*, da ultimo aggiornati a Giugno 2022.

¹⁶ Cfr. ICMA, *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2021, 2022* e ID., *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2020, 2021*, secondo cui i *bond* sostenibili emessi nel 2020 e nel 2021 basati sugli *standard* dell'ICMA rappresentano, a livello di valore, oltre il 95% del mercato mondiale.

¹⁷ L'*external review* è lo strumento tipico di verifica della *compliance* per l'intero mercato; sul punto, v. in particolare Capitolo VI.

sistema di regolamentazione e *governance* prevalentemente privato valido per l'intero mercato internazionale, che consiste in un complesso di regole di condotta (*standard*), sostanziali e procedurali, di natura volontaria, caratterizzate da un sempre crescente livello di legittimità e di effettività¹⁸. Gli *standard* da cui originano tali regole, tuttavia, si collocano al di fuori del quadro tipico delle fonti del diritto internazionale ex art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia, né sono riconducibili alla *soft-law* internazionale, restando, dunque, formalmente esclusi dal perimetro del diritto internazionale, ancorché di fatto rappresentino la disciplina comune dell'intero mercato¹⁹. Di conseguenza, anche l'attività di *standard-setting* svolta dall'ICMA sembra sfuggire all'ordinamento internazionale, alle sue regole e ai suoi principi. Il tema merita, dunque, uno specifico approfondimento.

Nonostante la piena affermazione del settore a livello globale e l'estrema rilevanza strategica dell'innovazione da esso veicolata, che consiste nell'integrare indebitamento e Sviluppo sostenibile, nella letteratura giuridica non esistono studi dedicati al mercato internazionale del debito sostenibile e al relativo sistema di regolamentazione e *governance*, ma solo analisi circoscritte ai singoli strumenti che lo compongono.

Per tale ragione, è opportuno indagare giuridicamente il fenomeno economico-finanziario descritto nel suo insieme e in termini unitari, ricostruendone le caratteristiche strutturali e normative e soffermandosi sulle problematiche e sulle questioni giuridiche conseguenti. Ciò si rende particolarmente necessario tenuto conto che, nell'attuale contesto normativo e di mercato, la crescita esponenziale del settore pone il problema di come prevenire a livello sistemico il fenomeno, di portata internazionale, identificato col termine di "*greenwashing*" (o "*white-washing*", "*socialwashing*" o "*SDG-washing*"), che consiste, in generale, nell'uso improprio degli strumenti denominati come sostenibili (nella fattispecie: degli strumenti di debito "etichettati" come sostenibili), che rischia di pregiudicare l'effettivo contributo dell'intero settore in favore dello Sviluppo sostenibile.

Di fronte alla descritta prospettiva di trasformazione del sistema economico e finanziario internazionale e all'emergente tema del *greenwashing*, sorgono molteplici interrogativi. Chi decide a livello internazionale cosa è qualificabile come sostenibile e cosa no? Sulla base di quali definizioni, criteri, parametri, dati? A chi è affidato e come si svolgono i controlli di merito? Come prevenire e sanzionare le condotte devianti? In altri termini, come è possibile governare la materia a livello internazionale? Tali interrogativi

¹⁸ A tale dimostrazione è dedicata la Terza Parte della tesi (Capitoli V e VI).

¹⁹ Sul punto, v. Capitolo V.

divengono più puntuali allorché si consideri il sopra citato sistema di regolamentazione e *governance* del fenomeno oggetto di indagine. Qual è la legittimità, la natura e l'efficacia giuridica dei menzionati *standard* privati nel quadro del diritto internazionale? Quali regole si applicano agli enti emittenti, ai prestatori di *external review* e agli *standard-setter*? Cosa succede nel caso in cui le regole o gli *standard* applicabili risultino violati? Come garantire la verifica, il monitoraggio e l'*enforcement* della *compliance*? Come giungere a *standard* e tassonomie universalmente rilevanti o comunque interoperabili a livello internazionale?

A queste domande il presente lavoro, nella consapevolezza del continuo e incessante evolversi del mercato e delle relative discipline, cercherà di dare delle possibili risposte. Sul punto, giova sottolineare come essenziale sia il ruolo svolto dal diritto internazionale, quale insieme di norme e principi volte a regolare i rapporti tra gli Stati e gli altri soggetti parte della Comunità internazionale, soprattutto con riguardo alla sua naturale funzione di orientare la produzione normativa e le politiche degli Stati, Organizzazioni internazionali e regolatori pubblici (e privati), affinché l'innovazione finanziaria e le riforme dei mercati siano rese funzionali agli obiettivi di Sviluppo sostenibile che la stessa Comunità internazionale è determinata a realizzare e che il diritto internazionale è chiamato a promuovere.

Lo studio condotto si colloca fisiologicamente nell'ambito del diritto internazionale pubblico, per le ragioni sopra indicate e nonostante l'atipicità del fenomeno esaminato stante il profilo dei soggetti coinvolti nella *governance* del mercato (principalmente attori non statali), delle fonti normative (*standard* privati) e dei destinatari delle relative norme (qualsiasi ente emittente, pubblico o privato). A comprova di ciò, è sufficiente, infatti, considerare: (i) che il fenomeno economico-finanziario oggetto di indagine ha carattere eminentemente globale e internazionale, in quanto coinvolge Stati, Organizzazioni internazionali, attori non statali e mercati finanziari internazionali senza limiti territoriali; (ii) che si collega strutturalmente e funzionalmente allo Sviluppo sostenibile quale concetto, obiettivo e principio di diritto internazionale; (iii) che è parte integrante del sopra menzionato processo di graduale riforma "informale" e "ibrido" del settore finanziario internazionale a supporto della Finanza sostenibile, nel più ampio contesto dall'Agenda 2030 e dell'Accordo di Parigi; (iv) che è a tutti gli effetti caratterizzato da un regime di regolamentazione e *governance* transnazionale prevalentemente privato, a cui gli ordinamenti e i mercati regolamentati interni tendono spontaneamente ad allinearsi e le cui regole sono diffusamente applicate non solo dagli attori privati, ma anche dagli stessi Stati e dalle Organizzazioni internazionali, segnatamente le Banche multilaterali di sviluppo, in qualità di enti emittenti.

Dal punto di vista sistematico, il fenomeno assume, poi, rilevanza sia nell'ambito del diritto internazionale dell'economia, quale ramo dell'ordinamento internazionale pubblico che disciplina le relazioni economiche, monetarie e finanziarie tra gli Stati²⁰, sia nell'ambito di quello che può definirsi come il diritto internazionale dello Sviluppo sostenibile, quale settore emergente e trasversale a tutto l'ordinamento, composto da molteplici atti di *soft-law* internazionale, come l'Agenda 2030 citata, che stabiliscono obiettivi, principi, linee-guida, *standard* e, in generale, regole di condotta per governare a livello internazionale il processo di transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile, secondo lo spirito di *global partnership* delineato dall'Agenda 2030.

In tale prospettiva, occorre, innanzitutto, ricostruire normativamente il sopra citato sistema di regolamentazione e *governance* del mercato, analizzando il funzionamento dello stesso, i soggetti e gli attori coinvolti, gli *standard* esistenti, le normative nazionali o regionali e la prassi commerciale internazionale, per poi indagare la natura e le caratteristiche della struttura di *governance* del mercato e dei relativi *standard*, individuare i principi, le norme e le prassi internazionali applicabili e, infine, discutere delle problematiche regolatorie e di *governance* che vengono in rilievo rispetto all'emergente problema del *greenwashing*. Nell'affrontare tali questioni, l'indagine, pur rimanendo entro l'area del diritto internazionale pubblico, si colloca ai confini del medesimo, avendo ad oggetto fenomeni normativi di natura transnazionale privata che, come detto, non appartengono formalmente al quadro tipico delle fonti del diritto internazionale. Anche tale tema sarà opportunamente esaminato.

Da ultimo, giova evidenziare la più ampia visione *de jure condendo* che ispira il presente lavoro. Al riguardo, si evidenzia come il nuovo ed emergente tema del debito sostenibile – inteso come rapporto funzionale tra l'indebitamento, quale “motore” dell'economia, e lo Sviluppo sostenibile, quale obiettivo e principio dell'ordinamento internazionale e bene pubblico globale – rappresenti a tutti gli effetti il *futuro* del diritto internazionale economico e finanziario. Infatti, se l'obiettivo comune è veramente quello di

²⁰ Il presente lavoro aderisce alla concezione “internazional-pubblicista” del diritto internazionale dell'economia, inteso quale ramo del diritto internazionale pubblico che disciplina le relazioni economiche tra Stati (e Organizzazioni internazionali), il quale non si occupa direttamente delle relazioni economiche transfrontaliere tra privati, né considera gli attori non statali come soggetti del diritto internazionale e riconosce le relative fonti come fonti dell'ordinamento giuridico-economico internazionale. Tale impostazione trova fondamento, nell'ambito della dottrina italiana, nell'opera di PICONE e SACERDOTI (P. PICONE, G. SACERDOTI, *Diritto internazionale dell'economia*, Milano, 1982) e si contrappone a concezioni più ampie e pluraliste del diritto internazionale dell'economia, che lo interpretano come insieme di principi e norme provenienti sia dal diritto internazionale pubblico, sia dal diritto transnazionale privato, sia, ancora, dal diritto interno. Sul punto, e per un confronto tra le due impostazioni, v. Capitolo II, § 8.

trasformare progressivamente l'attuale modello di sviluppo globale in un modello di Sviluppo sostenibile, intervenire sulla leva del debito, pubblico e privato, diventa imprescindibile, anche con riferimento al tema del debito pubblico. Di fronte a tale scenario, gli attuali strumenti di debito sostenibile e il relativo mercato non possono che considerarsi come la “punta dell'*iceberg*” di una ben più profonda, diromponente e radicale trasformazione dell'assetto economico-giuridico della Comunità internazionale, che potrà verificarsi per effetto della piena, strutturale e fisiologica integrazione tra debito pubblico e privato e Sviluppo sostenibile, proprio a livello di sistema economico e finanziario internazionale. È, pertanto, in tale prospettiva evolutiva che occorre affrontare il fenomeno in esame.

Piano d'indagine e metodologia

L'indagine, svolti alcuni approfondimenti sui concetti di Sviluppo sostenibile e di Finanza sostenibile, procede secondo un approccio di tipo induttivo, partendo dall'analisi empirica del fenomeno e interpretandolo alla luce delle norme e dei principi propri del diritto internazionale pubblico, in specie del diritto internazionale dell'economia, ricostruendone e analizzandone le caratteristiche strutturali e normative.

Secondo tale approccio metodologico-ricostruttivo, una volta evidenziata la problematica collocazione del fenomeno oggetto di indagine entro la struttura formale dell'ordinamento internazionale e delle sue fonti, la tesi valorizzerà, da un lato, il dato empirico risultante dall'emersione, a livello internazionale, di una vera e propria disciplina comune del mercato del debito sostenibile, basato sugli *standard* privati emessi dall'ICMA, e di un peculiare sistema di regolamentazione e *governance* del medesimo; dall'altro lato, si soffermerà sulle diverse ricostruzioni teoriche proposte in letteratura nel tentativo di ricomprendere entro il perimetro del diritto internazionale pubblico fenomeni internazionali atipici, come quelli di rilevanza transnazionale privata sopra accennati.

L'indagine si avvarrà, altresì, dei contributi offerti non solo dalla letteratura giuridica internazionale, ma anche dalla scienza politica, dalla sociologia del diritto e dalle relazioni internazionali, soprattutto al fine di ricostruire, interpretare e analizzare l'attività di regolamentazione e *standard-setting* svolta dagli attori non statali, la cui rilevanza entro la sfera del diritto internazionale propriamente inteso e come oggetto di studio della dottrina giuridica internazionale, come detto, è particolarmente contestata e controversa.

La tesi si articola in tre Parti di due Capitoli ciascuna. Il numero e la lunghezza dei paragrafi non sono omogenei e non sono distribuiti in maniera uniforme tra i vari Capitoli, avendo ciascuno ad oggetto specifici temi, i quali hanno imposto una trattazione autonoma, ma un diverso grado di approfondimento e di indagine. A completamento dell'analisi proposta, le tre Appendici finali offrono un quadro generale degli atti e dei documenti, normativi e non normativi, rilevanti in materia di Sviluppo sostenibile, Finanza sostenibile e strumenti di debito sostenibile.

La **Prima Parte** del presente lavoro (*Diritto internazionale, Sviluppo sostenibile, Finanza sostenibile*) ha la funzione di ricostruire la cornice teorica di riferimento necessaria per inquadrare e interpretare il fenomeno del mercato globale del debito sostenibile secondo i principi, le norme e i canoni del diritto internazionale. A questo proposito, la Parte Prima della tesi si sofferma, dapprima, sul concetto di Sviluppo sostenibile e, successivamente, sul tema della Finanza sostenibile. Tale ricostruzione precede l'analisi dei fatti, degli atti, degli strumenti, degli attori, dei processi, dei fattori e delle dinamiche che caratterizzano il mercato in esame, che sarà svolta nella Seconda Parte.

Il Primo Capitolo, intitolato “*Lo Sviluppo sostenibile come concetto, obiettivo e principio di diritto internazionale generale e bene pubblico globale*”, indaga lo Sviluppo sostenibile all'interno dell'ordinamento internazionale, analizzandone il percorso evolutivo, il contenuto normativo, la natura e l'efficacia giuridica sulla base dei principali atti internazionali, della giurisprudenza internazionale e delle più rilevanti interpretazioni proposte in dottrina, discutendone, infine, la sua collocazione sistematica nel quadro del diritto internazionale generale e il suo impatto sull'evoluzione delle strutture di *governance* e di *law-making* internazionale, anche alla luce dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e del principio di *global partnership* di cui al SDG 17. In particolare, lo Sviluppo sostenibile viene ricostruito come concetto, obiettivo e principio dell'ordinamento internazionale, di natura consuetudinaria, nonché come bene pubblico globale.

Il Secondo Capitolo, “*La Finanza sostenibile come fenomeno economico globale entro il processo di riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale*” si concentra sulla Finanza sostenibile, esaminando l'evoluzione e le caratteristiche di tale emergente settore dei servizi finanziari, gli strumenti e le pratiche maggiormente diffuse, il dibattito internazionale che ne è derivato, le iniziative assunte a supporto da Stati, Organizzazioni internazionali e attori non statali, i soggetti e gli attori coinvolti nella *governance* del settore e la relativa regolamentazione con particolare riferimento all'Unione Europea. Nel merito, il Capitolo tenterà di dimostrare come il termine Finanza sostenibile non identifica solamente un fenomeno di natura economico-finanziaria, ma anche un vero e proprio processo di riforma del settore dei servizi e dei mercati finanziari, che si sta dispiegando in maniera “ibrida” e “informale” sul piano internazionale e che sta portando alla formazione di un insieme di principi, norme e prassi, di diversa provenienza formale, che occorre analizzare nel quadro del diritto internazionale dell'economia, in specie del diritto internazionale della finanza, nell'ottica di prevenzione sistemica del *greenwashing* e di tutela dello Sviluppo sostenibile come obiettivo internazionale e bene pubblico globale.

La **Seconda Parte** (*Il mercato degli strumenti di debito sostenibile come segmento distinto e autonomo dei mercati finanziari internazionali e la relativa disciplina*) ricostruisce in termini organici e unitari il mercato del debito sostenibile come settore distinto e autonomo dei mercati finanziari internazionali, dotato di caratteristiche specifiche, di apposite discipline di settore e di prassi di mercato comuni, analizzando le caratteristiche dei vari strumenti che lo compongono e la regolamentazione del settore risultante dagli *standard* internazionali privati, regionali e nazionali esistenti.

Il Terzo Capitolo, dal titolo “*L’emersione del mercato globale degli strumenti di debito sostenibile e le fasi di creazione, strutturazione, espansione e crescita esponenziale del mercato*”, ripercorre l’evoluzione del mercato dall’origine sino ai giorni nostri, individuando i fattori politici, giuridici ed economici che hanno portato all’emersione e alla crescita esponenziale del settore. In particolare, il Capitolo propone una periodizzazione in quattro fasi dello sviluppo del mercato, a cui verrà fatto riferimento anche nella Parte Terza. Il Capitolo procede secondo un criterio di tipo cronologico-tematico, che consentirà di trattare analiticamente dei singoli temi seguendo l’ordine con cui gli stessi si sono manifestati.

Il Quarto Capitolo, “*Gli strumenti di debito sostenibile: fattispecie e disciplina secondo gli standard ICMA e gli altri standard rilevanti*”, indaga le caratteristiche strutturali e normative dei singoli strumenti di debito sostenibile (*green, social, sustainability e sustainability-linked bond* e i correlativi *loans*), facendo riferimento ai principali *standard* internazionali di settore, vale a dire i *Principles* e le *Guidelines* ICMA per i *bond* sostenibili, nonché al *Climate Bonds Standard and Certification Scheme* della CBI, agli *standard* ASEAN e allo *European Green Bond Standard* proposto dalla Commissione Europea, al fine di rappresentare in modo chiaro ed esaustivo lo scenario di mercato e il contesto normativo di riferimento, prima di soffermarsi sulla struttura di regolamentazione e *governance* del mercato e sulle problematiche giuridiche che lo caratterizzano.

La **Terza Parte** e ultima parte (*Regolamentazione e governance del mercato tra diritto internazionale pubblico e diritto transnazionale privato*) indaga il sistema di regolamentazione e *governance* del mercato degli strumenti che è emerso e si è consolidato a livello internazionale/transnazionale, distinguendo opportunamente tra disciplina sostanziale e disciplina procedurale, nonché tra le funzioni di *standard-setting, compliance monitoring* ed *enforcement*.

Il Quinto Capitolo, “*Gli standard ICMA come disciplina comune del mercato e transnational private regulation nel quadro del diritto internazionale dell’economia e del sistema GATS*”, ricostruisce e analizza il predetto sistema, dimostrando l’esistenza di una

vera e propria disciplina comune per l'intero mercato internazionale, risultante dall'attività di *standard-setting* svolta dall'ICMA, nel quadro di una struttura di *governance* del mercato prevalentemente privata e multilivello, formatasi per effetto della diffusissima applicazione dei relativi *standard* da parte degli enti emittenti in tutto il Mondo e della prassi dell'*external review*. In tale contesto, il Capitolo si sofferma sulla natura giuridica di tali *standard* nel quadro del diritto internazionale e del sistema GATS, evidenziando la mancanza di una norma di riconoscimento che consenta di includerli tra le sue fonti. Infine, il Capitolo si avvale del concetto di *transnational private regulation* per ricostruire in termini unitari la disciplina comune del mercato come insieme di norme, principi e prassi che regolano, sempre su base volontaria, il comportamento degli enti emittenti e dei prestatori di *external review*.

Il Sesto Capitolo, "*Compliance monitoring ed enforcement degli standard nella prassi internazionale di mercato e nel diritto interno tra frammentazione normativa ed esigenza di uniformità*", completa il Quinto indagando la prassi internazionale di mercato in materia di controllo e monitoraggio della *compliance* ed *enforcement* degli *standard*. Al riguardo, l'indagine approfondisce la prassi dell'*external review* come strumento tipico di verifica della *compliance*, analizzandone forme, caratteristiche, disciplina e limiti, e soffermandosi sulla funzione sostanzialmente regolatoria che svolgono i prestatori di tali servizi per l'intero mercato. Infine, il Capitolo evidenzia l'opportunità di disciplinare a livello internazionale il settore, nel più ampio contesto della Finanza sostenibile e tenuto anche conto delle molteplici iniziative private a supporto dello Sviluppo sostenibile che stanno nascendo nel solco dell'Agenda 2030, che impongono di regolare in maniera adeguata i vari strumenti di verifica e certificazione nell'ottica di prevenire a livello sistemico, e quindi internazionale, il fenomeno del *greenwashing*.

Parte Prima
DIRITTO INTERNAZIONALE, SVILUPPO SOSTENIBILE,
FINANZA SOSTENIBILE

Capitolo I

**Lo Sviluppo sostenibile come concetto, obiettivo e principio di diritto
internazionale generale e bene pubblico globale**

§ 1. Sostenibilità e Sviluppo sostenibile. – § 2. Lo Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale: evoluzione storica e inquadramento generale. – § 3. La genesi del concetto di Sviluppo sostenibile: il Rapporto Brundtland, la Risoluzione *Our Common Future* e la Dichiarazione di Rio. – § 4. La posizione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo della Comunità internazionale alla luce dell'Agenda 2030 e dei 17 *Sustainable Development Goals*. – § 5. La dibattuta natura giuridica del principio dello Sviluppo sostenibile tra valenza meramente politica, *soft-law* e diritto internazionale generale. – § 6. Lo Sviluppo sostenibile, l'Agenda 2030 e i cambiamenti della *governance* e del *law-making* internazionale. – § 7. Lo Sviluppo sostenibile come bene pubblico globale.

Capitolo II

**La Finanza sostenibile come fenomeno economico globale entro il processo di
riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale**

§ 1. Finanza ed etica; sostenibilità e diritto: il nuovo paradigma della Finanza sostenibile. – § 2. L'emersione della Finanza sostenibile come settore distinto, ma trasversale del sistema finanziario internazionale. – § 3. La Finanza sostenibile e le iniziative politiche assunte da Stati e Organizzazioni internazionali in sede di *governance* economica internazionale. – § 4. La regolamentazione a livello sovranazionale della Finanza sostenibile: l'esempio dell'Unione Europea. – § 5. La Finanza sostenibile come fenomeno economico e giuridico globale di rilevanza internazionale. – § 6. La Finanza sostenibile come processo di riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale. – § 7. Diritto e *governance* della Finanza sostenibile tra diritto internazionale pubblico, diritto transnazionale privato e diritto interno. – § 8. La Finanza sostenibile come settore emergente del diritto internazionale dell'economia e, nello specifico, del diritto internazionale della finanza.

Introduzione

Lo Sviluppo sostenibile rappresenta al contempo un *concetto*, un *obiettivo* e un *principio giuridico* che è emerso, si è affermato e si sta progressivamente consolidando nell'ordinamento internazionale pubblico al fine di risolvere problematiche di ordine ambientale e sociale che interessano l'intera Comunità internazionale, come il cambiamento climatico, l'inquinamento e il degrado ambientale, la perdita della biodiversità, il progressivo esaurimento delle risorse terrestri, la fame, la povertà estrema, la privazione dei diritti umani fondamentali per una significativa parte della popolazione mondiale e l'aumento delle diseguaglianze sociali in tutto il Globo. Tali problematiche, che sono strettamente connesse al funzionamento dell'economia internazionale e dei mercati globali, mettono in pericolo il futuro e la prosperità del Pianeta e dell'intera Umanità e, per tale ragione, richiedono risposte comuni e condivise da parte dell'intera Comunità internazionale. Proprio su tale necessità di cambiamento, che origina da una sorta di "presa di coscienza collettiva", avvenuta intorno agli anni '60 e '70, in merito alla *in-sostenibilità* dell'attuale modello di sviluppo globale, si struttura logicamente il modello dello Sviluppo sostenibile, inteso quale modello di sviluppo globale alternativo che promuove l'integrazione, ad ogni livello di *governance* dei fenomeni economici, delle considerazioni di ordine economico-finanziario con quelle di ordine climatico-ambientale ed economico-sociale (Capitolo I, § 1). In tale prospettiva, lo Sviluppo sostenibile è stato a lungo discusso dagli Stati in numerosi consessi internazionali e trova, ad oggi, riconoscimento in molteplici atti internazionali, di natura sia eminentemente politica, sia di *soft-law*, nonché in vari trattati, sentenze e nella letteratura giudica internazionale (§ 2).

In particolare, il *concetto* di Sviluppo sostenibile è stato elaborato dal Rapporto Brundtland, adottato dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 42/187 del 1987, come "modello di sviluppo" e "processo di cambiamento", basato sulle considerazioni di giustizia inter- e intra- generazionale sottese alle "minacce" o "sfide" globali sopra evidenziate, ed è stato declinato dagli Stati in specifici principi espressi soprattutto nella Dichiarazione di Rio del 1992 (§ 3). Lo Sviluppo sostenibile si è, altresì,

consolidato nella prassi come vero e proprio *obiettivo* dell'intera Comunità internazionale, che orienta programmaticamente la condotta di Stati e Organizzazioni internazionali, trovando una sua specifica declinazione nell'Agenda 2030, adottata dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 70/1 del 2015, e nei 17 *Sustainable Development Goals* (§ 4).

In dottrina, è ampiamente discussa la qualificazione dello Sviluppo sostenibile come *principio giuridico* e la sua collocazione nel quadro del diritto internazionale generale. Sul punto, tra le molteplici interpretazioni, si condivide, in particolare, la ricostruzione secondo cui lo Sviluppo sostenibile costituisce un principio che appartiene al diritto internazionale generale, vuoi a titolo di norma consuetudinaria, vuoi a titolo di principio generale, che, ad oggi, si struttura come obbligazione di mezzi, dalla natura intrinsecamente evolutiva, che impone agli Stati di integrare considerazioni economiche, ambientali e sociali nella definizione delle politiche di sviluppo (§ 5).

In generale, il dibattito internazionale sullo Sviluppo sostenibile si è dispiegato principalmente attraverso l'adozione di atti politici e di *soft-law*, che promuovono il pieno coinvolgimento, nella sfida globale della sostenibilità, non solo di tutti gli Stati e delle Organizzazioni internazionali, ma anche di una pluralità di diversi attori, pubblici e privati, conformemente al principio di "*global partnership*" enfatizzato dall'Agenda 2030 quale SDG 17, che promuove un approccio ibrido e *multistakeholder* alle questioni internazionali relative allo Sviluppo sostenibile. Le numerose iniziative in materia, intraprese a livello globale da parte di attori pubblici e privati, danno sovente vita a forme di *governance* e processi di *law-making* che non sono riconducibili agli strumenti tipici del diritto internazionale pubblico, ma che, comunque, hanno l'obiettivo di "regolare", tramite principi e *standard* di natura volontaria e di fonte privata o ibrida, taluni specifici aspetti dell'economia internazionale connessi allo Sviluppo sostenibile, soprattutto con riferimento all'attività delle imprese multinazionali. Tale fenomeno, che ha portata generale e non riguarda esclusivamente lo Sviluppo sostenibile, è ampiamente studiato dalla dottrina internazionale con riferimento al concetto di "diritto transnazionale" o di "diritto globale", nel più ampio quadro della cosiddetta "frammentazione" e "stagnazione" del diritto internazionale pubblico di fronte a fenomeni normativi atipici, risultanti dalle attività di *governance* transnazionale e globale basate su forme collaborative tra settore pubblico e settore privato (§ 6).

In tale contesto, peraltro, il coinvolgimento del settore privato e della società civile nella *governance* dei *Sustainable Development Goals*, auspicato e pienamente legittimato

dall'Agenda 2030, consente di qualificare lo stesso Sviluppo sostenibile come *bene pubblico globale*. Tale ricostruzione, non ancora pienamente acquisita a livello dottrinale e di prassi intervenuta sul tema, può, tuttavia, risultare utile per ricondurre nel quadro del diritto internazionale pubblico le molteplici iniziative di regolamentazione e *governance* a supporto dello Sviluppo sostenibile poste in essere da Stati, Organizzazioni internazionali, settore privato e società civile in attuazione dell'Agenda 2030 (§ 7).

A seguito dell'approvazione dell'Agenda 2030 e del contemporaneo Accordo di Parigi, che all'art. 2.1 lett. c) prevede l'obbligo per gli Stati parte di adoperarsi per “*rendere i flussi di capitale coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente al clima*”, e di specifiche iniziative assunte da parte del G20, dell'UNEP, dell'OCSE e della Banca mondiale, a livello internazionale è esploso il dibattito su come allineare l'intero settore dei servizi e dei mercati finanziari internazionali allo Sviluppo sostenibile, attraverso il nuovo paradigma della “Finanza sostenibile”, che consiste nell'integrazione delle considerazioni ambientali e sociali nell'offerta e nella disciplina dei servizi finanziari (Capitolo II, § 1). Per effetto di un'ondata di dirompente innovazione finanziaria, intensificatasi soprattutto nell'ultimo quinquennio, la Finanza sostenibile è emersa come settore distinto e trasversale all'interno del settore finanziario internazionale, che comprende una pluralità di prodotti, servizi e pratiche finanziarie, una cui componente fondamentale è rappresentata proprio dagli strumenti di debito sostenibile e dal relativo mercato (§ 2). Per promuovere tale settore a livello globale, gli Stati e soprattutto le Organizzazioni internazionali hanno assunto molteplici iniziative a livello di *governance* internazionale, sia sotto il profilo politico, sia sotto il profilo normativo (§ 3). In tale contesto, l'Unione Europea ha assunto la *leadership* in materia, avviando un vero e proprio percorso legislativo volto a disciplinare specifici aspetti della Finanza sostenibile, riformando la regolamentazione del mercato unico (§ 4).

Nella prospettiva giuridica internazionale, la Finanza sostenibile può essere intesa in due complementari accezioni. Da un lato, si pone quale *fenomeno economico globale* (§ 5) che consiste, come detto, nell'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* nell'offerta e nella disciplina dei servizi finanziari e che include, in forma unitaria, pratiche come il *Socially Responsible Investing*, *Climate Finance*, *Green Finance*, *Social Finance*, *ESG Investing*, *Microfinance*, aventi il comune obiettivo di promuovere lo Sviluppo sostenibile tramite i servizi e i mercati finanziari. In pochi anni, il fenomeno della Finanza sostenibile è cresciuto sempre più di importanza a livello internazionale, emergendo quale

settore distinto dei mercati finanziari internazionali, che risulta per lo più disciplinato da una pluralità di atti normativi, dal contenuto molto ampio e generico (principi) oppure più specifico e puntuale (*standard*), risultanti da iniziative assunte in autonomia da attori privati oppure da *partnership* tra settore pubblico e settore privato promosse in primo luogo dalle Nazioni Unite e da talune Istituzioni finanziarie internazionali, segnatamente la Banca mondiale e l'IFC.

Dall'altro lato, la Finanza sostenibile si configura, altresì, quale *processo di riforma* informale dell'intero settore finanziario internazionale, volto ad allineare quest'ultimo agli obiettivi di Sviluppo sostenibile della Comunità internazionale, che coinvolge una pluralità di soggetti e attori: non solo Stati e Organizzazioni internazionali, ma anche banche centrali, autorità indipendenti, regolatori finanziari e comitati o reti internazionali di regolatori, nonché attori privati come imprese, associazioni e coalizioni di imprese, organizzazioni non governative, regolatori transnazionali privati ed altri attori, sempre nel quadro del citato principio di *global partnership* di cui all'Agenda 2030 (§ 6).

La combinazione di tali fattori economici, politici e giuridici sta portando all'emersione, a livello internazionale, di un vero e proprio “diritto della Finanza sostenibile”, quale insieme di principi, norme e prassi scaturenti da molteplici fonti normative – internazionali, regionali, nazionali e transazionali private – che nel loro insieme disciplinano, ai vari livelli di *governance*, le diverse fattispecie economico-finanziarie in cui assumono rilevanza le considerazioni di sostenibilità ambientale e sociale ovvero gli obiettivi di Sviluppo sostenibile della Comunità internazionale (§ 7). L'analisi delle caratteristiche peculiari di tale emergente diritto consente di collocarlo sistematicamente non solo all'interno del diritto internazionale dell'economia, in specie del diritto internazionale della finanza, ma anche all'interno del diritto internazionale dello Sviluppo sostenibile, quale settore emergente e trasversale all'intero ordinamento che disciplina, principalmente tramite atti di *soft-law*, la cooperazione internazionale in materia di Sviluppo sostenibile, anche con il settore privato, per la realizzazione di obiettivi di rilevanza propriamente internazionale (§ 8).

Capitolo I

Lo Sviluppo sostenibile come concetto, obiettivo e principio di diritto internazionale generale e bene pubblico globale

§ 1. Sostenibilità e Sviluppo sostenibile.

“L’idea di riconciliare i bisogni dello sviluppo economico con la protezione dell’ambiente non è certo nuova. Tali esigenze erano ben note già da millenni e le rispettive, contrapposte domande venivano riconciliate in maniera talmente significativa da lasciare un messaggio alla nostra era. (..) Lo sviluppo sostenibile non è quindi solamente un principio di diritto internazionale moderno, ma una delle idee più antiche del pensiero umano. Corroborato dai ricchi insegnamenti che si possono ricavare da millenni di esperienza umana, lo Sviluppo sostenibile ha oggi un ruolo importante da giocare al servizio del diritto internazionale”¹.

Queste parole furono pronunciate dal Giudice WEERAMANTRY, Vicepresidente della Corte Internazionale di Giustizia, nella sua celebre Separate Opinion riguardante il caso *Gabčíkovo-Nagymaros*². Esse veicolano l’idea che lo Sviluppo sostenibile non sia espressione di un concetto nuovo, tipico del diritto internazionale contemporaneo, quanto piuttosto di un più antico principio, ben radicato nell’esperienza giuridica comune alle società umane da molti secoli, il quale solo recentemente è riemerso nell’ambito del diritto internazionale, per contribuire alla soluzione delle molteplici sfide di sostenibilità che caratterizzano i nostri tempi, *in primis* quella ambientale.

¹ CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project (Hungary/Slovakia)*, 1997, Separate Opinion of Vice-President Weeramantry, pp. 98 e 110-111: “*The concept of reconciling the needs of development with the protection of the environment is thus not new. Millennia ago these concerns were noted and their twin demands well reconciled in a manner so meaningful as to carry a message to our age*” e “*Sustainable development is thus not merely a principle of modern international law. It is one of the most ancient of ideas in the human heritage. Fortified by the rich insights that can be gained from millennia of human experience, it has an important part to play in the service of international law*”.

² CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project (Hungary/Slovakia)*, Judgement of 25 September 1997.

Il caso *Gabčíkovo-Nagymaros*, deciso dalla Corte Internazionale di Giustizia nel 1997, rappresenta uno snodo cruciale nella storia dello Sviluppo sostenibile. Con tale sentenza, infatti, la Corte riconobbe, per la prima volta nell'ambito di un contenzioso internazionale, che lo Sviluppo sostenibile costituisce un vero e proprio "concetto" giuridico internazionale, "che esprime il bisogno di riconciliare lo sviluppo economico con la protezione dell'ambiente"³. Nella sua Separate Opinion, il Vicepresidente WEERAMANTRY andò, però, ben oltre tale riconoscimento, affermando che lo Sviluppo sostenibile è più di un semplice concetto: è un vero e proprio "principio giuridico", avente uno specifico "valore normativo" e una tradizione molto risalente⁴.

Sempre secondo WEERAMANTRY, lo Sviluppo sostenibile rappresenta un principio che impone di riconciliare le esigenze dello sviluppo economico con la tutela dell'ambiente (a quel tempo, minor considerazione era attribuita alla dimensione sociale dello Sviluppo sostenibile)⁵ e si articola in diverse componenti "che provengono da aree ben definite e radicate nel diritto internazionale, tra cui i diritti umani, la responsabilità degli stati, il diritto dell'ambiente, il diritto dell'economia, l'equità, la sovranità, l'abuso del diritto, il buon vicinato"⁶. Così inquadrato, tale principio troverebbe espressione e fondamento in numerosi istituti del diritto internazionale generale, risultando, altresì, radicato nella prassi internazionale formatasi per effetto di molteplici trattati internazionali, dichiarazioni e documenti programmatici, atti delle Organizzazioni internazionali e, soprattutto, in forza di comportamenti collettivi ed individuali conformi posti in essere dai soggetti primari del diritto internazionale: gli Stati⁷. A supporto di tale ricostruzione, il Giudice WEERAMANTRY

³ *Ivi*, par. 140: "This need to reconcile economic development with protection of the environment is aptly expressed in the concept of sustainable development".

⁴ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project (Hungary/Slovakia)*, Separate Opinion of Vice-President Weeramantry, cit., p. 85: "I consider it to be more than a mere concept, but as a principle with normative value which is crucial to the determination of this case".

⁵ Il dibattito sullo Sviluppo sostenibile, formalmente inaugurato nel 1972 con la Conferenza di Stoccolma sull'ambiente umano, quando gli Stati si trovarono per la prima volta a discutere delle questioni ambientali e sociali riguardanti l'intera Comunità internazionale (v. *infra* note 18 e 23), si concentrò, dapprima, sola sulla "dimensione ambientale" dello sviluppo (cfr. Dichiarazione di Rio del 1992; v. *infra* nota 24), quindi, anche sulla "dimensione sociale" (cfr. Dichiarazione di Johannesburg del 2002: v. *infra* nota 25). È pacifico che, ad oggi, dimensione economica, ambientale e sociale costituiscono le tre dimensioni integrate e inscindibili dello Sviluppo sostenibile.

⁶ CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project (Hungary/Slovakia)*, Separate Opinion of Vice-President Weeramantry, cit., p. 95: "The components of the principle come from well-established areas of international law human rights, State responsibility, environmental law, economic and industrial law, equity, territorial sovereignty, abuse of rights, good neighbourliness – to mention a few".

⁷ Cfr. *Ivi*, pp. 93 e 95: "Whether in the field of multilateral treaties, international declarations; the foundation documents of international organizations; the practices of international financial institutions; regional declarations and planning document; or State practice, there is a wide and general recognition of the concept" e "The principle of sustainable development is thus a part of modern international law by reason not only of

precisò come il problema della sostenibilità di un dato sistema economico è un tema che è sempre stato affrontato dall'Uomo nel corso dei secoli e dei millenni attraverso l'elaborazione di specifiche norme, le quali, benché formatesi in sistemi giuridici profondamente diversi, sarebbero tutte riconducibili al comune principio dello Sviluppo sostenibile, come dimostrato da numerosi esempi provenienti da antiche civiltà situate in Sri Lanka, Africa, America, Europa, Asia e Medio-Oriente, precisamente analizzati nella *Separate Opinion*⁸.

L'idea di ricondurre lo Sviluppo sostenibile ad un principio giuridico universale, immanente e comune alle civiltà umane è sicuramente affascinante, ma non più accurata alla luce delle successive evoluzioni che hanno interessato tale concetto⁹. Senza alcuna sorpresa, infatti, siffatto argomento fu speso nella fase iniziale della storia dello Sviluppo sostenibile, quando quest'ultimo fu riconosciuto per la prima volta dalla giurisprudenza come concetto rilevante per il diritto internazionale: di conseguenza, trovare e valorizzare una forte correlazione con esperienze giuridiche antiche e primordiali serviva a conferire allo stesso un significato giuridico più profondo ed incisivo nel quadro del diritto contemporaneo¹⁰.

Ma, lo Sviluppo sostenibile deve essere tenuto distinto dal più generale problema della sostenibilità. Infatti, quest'ultimo sottende una questione di carattere generale e astratta, che la maggior parte delle società si è trovata prima o poi ad affrontare, a fronte di problemi concreti: come governare le esternalità che un dato sistema economico produce sull'ambiente e la società, affinché lo stesso assicuri una migliore e duratura convivenza tra Uomo, natura ed economia? Diversamente, il concetto di Sviluppo sostenibile è emerso in un preciso momento della storia, per far fronte a problemi specifici e comuni che caratterizzano la nostra epoca rispetto a qualsiasi altra¹¹. Precisamente, ciò è avvenuto a cavallo tra gli anni '60 e '70, quando ci si rese pienamente conto che il modello di sviluppo su cui si struttura il sistema economico internazionale non è sostenibile nel lungo termine e

its inescapable logical necessity, but also by reason of its wide and general acceptance by the global community".

⁸ Cfr. *Ivi*, pp. 94 ss.; cfr. *supra* nota 1.

⁹ Come si cercherà di dimostrare nel prosieguo del presente Capitolo, lo Sviluppo sostenibile è un principio storicamente determinato, emerso per far fronte a problemi concreti e specifici che interessano l'intera Comunità internazionale e che richiedono risposte comuni e condivise.

¹⁰ Oltre che nella citata prospettiva storico-giuridica, le tesi sostenute da WEERAMANTRY assumono rilievo anche in forza del riferimento a principi di equità e giustizia ambientale e sociale dallo stesso Giudice ritenuti universali e immanenti in ogni società.

¹¹ Ci si riferisce ai ben noti problemi legati al cambiamento climatico, l'inquinamento e il degrado ambientale, la perdita della biodiversità, nonché la povertà, la fame e la privazione dei diritti umani fondamentali in molte aree del Pianeta, che rappresentano serie minacce per il futuro dell'Umanità.

costituisce, quindi, una seria minaccia per il futuro e la prosperità del Pianeta Terra e dell'intera Umanità¹².

In effetti, il dibattito internazionale sullo Sviluppo sostenibile, inaugurato nel 1972 con la convocazione della Conferenza di Stoccolma¹³, può ritenersi conseguenza diretta di tale sorta di “presa di coscienza collettiva”: proprio in quegli anni, infatti, studi e ricerche scientifiche di natura diversa – tra cui assumono particolare rilievo opere come: “*The Economics of the Coming Spaceship Earth*” (1966) di KENNETH E. BOULDING¹⁴; “*The Tragedy of the Commons*” (1968) di GARRET HARDIN¹⁵; “*Limits to Growth*” anche conosciuto come “*Rapporto Meadows sui limiti dello sviluppo*” (1972) di DONELLA H. MEADOWS et al.¹⁶ – evidenziarono come, in assenza di idonei correttivi, la crescita

¹² Oltretutto, tale “presa di coscienza” è avvenuta proprio quando l’Uomo, approdando sulla Luna, è riuscito a guardarsi dall’esterno, realizzando di abitare un mondo piccolo e finito. Tale circostanza fu, peraltro, particolarmente enfatizzata proprio nel Rapporto Brundtland (cfr., in particolare, G.H. BRUNDTLAND, *Report of the World Commission on Environment and Development. Our Common Future*, 1987, United Nations General Assembly Doc. A/42/427, Overview, punto 1: “*In the middle of the 20th century, we saw our planet from space for the first time. Historians may eventually find that this vision had a greater impact on thought than did the Copernican revolution of the 16th century, which upset the human self-image by revealing that the Earth is not the centre of the universe. From space, we see a small and fragile ball dominated not by human activity and edifice but by a pattern of clouds, oceans, greenery, and soils. Humanity’s inability to fit its activities into that pattern is changing planetary systems, fundamentally. Many such changes are accompanied by life-threatening hazards. This new reality, from which there is no escape, must be recognized - and managed*”).

¹³ Sul punto v. *infra* § 2 e nello specifico note 18, 23 e 31.

¹⁴ In tale saggio, l’economista, filosofo e scrittore americano KENNETH EWART BOULDING evidenziò come l’intero sistema economico dovesse essere radicalmente ripensato alla luce del fatto che la Terra è un sistema chiuso avente risorse limitate e deperibili. In particolare, BOULDING sostenne che la nostra società sia ancora profondamente immatura poiché, pur a fronte della consapevolezza che la Terra non è una “prateria sconfinata”, ma un ecosistema chiuso assimilabile ad una navicella spaziale, persiste nel mantenere e difendere una “*cowboy economy*” del tutto anacronistica e autodistruttiva, quando invece dovrebbe abbracciare una “*spaceman economy*” finalizzata a preservare lo *stock* di risorse scarse disponibili. Il saggio di BOULDING ebbe molta influenza sul modo di pensare e, soprattutto, di ri-pensare l’economia globale, prospettando la necessità di un radicale cambio di prospettiva rispetto al passato. Cfr. K.E. BOULDING, *The Economics of the Coming Spaceship Earth*, in H. JARRETT (ed.), *Environmental Quality in a Growing Economy*, Baltimore, 1966, pp. 3-14.

¹⁵ L’articolo dell’ecologo statunitense GARRETT JAMES HARDIN, esperto di demografia, pose l’accento, tra le altre cose, sul problema del regime di libero sfruttamento dei beni comuni (“*commons*”), vale a dire di tutti quei beni come le risorse naturali (acqua, aria, foreste, flora, fauna, ecc.) che sono esauribili, ma dal cui sfruttamento nessuno può essere escluso, e sull’inevitabile catastrofe che ciò comporterebbe per il genere umano, anche a fronte della crescita esponenziale della popolazione. Secondo HARDIN, per tale categoria di beni non opererebbe il meccanismo della “mano invisibile” di Adam Smith, secondo cui il perseguimento dell’interesse personale genera indirettamente benessere collettivo, ma l’esatto opposto. Di conseguenza, secondo l’Autore, la permanenza del regime di libero sfruttamento dei beni comuni porterà sicuramente il genere umano alla rovina, in ciò consumandosi una vera e propria “tragedia”. Il problema della *governance* dei beni comuni sollevato da HARDIN è tuttora ampiamente discusso e rappresenta uno dei principali problemi che occorre risolvere a livello internazionale e che sarà introdotto *infra* § 7. Cfr. G.J. HARDIN, *The Tragedy of the Commons*, in *Science* 162 (3859), 1968, pp. 1243-1248.

¹⁶ Il Rapporto Meadows sui limiti dello sviluppo fu commissionato al Massachusetts Institute of Technology da parte del Club di Roma, un’associazione non governativa fondata nel 1968 con lo scopo di discutere e ricercare soluzioni ai principali problemi dell’Umanità, al fine di indagare le conseguenze della continua crescita della popolazione sull’ecosistema terrestre e sulla sopravvivenza stessa della specie umana. In *Limits to Growth*, fu elaborato un modello matematico per predire gli effetti di lungo termine della crescita

economica e demografica avrebbero inevitabilmente e rapidamente portato, in un mondo caratterizzato da risorse scarse, all'irreversibile depauperamento di queste ultime, con conseguenze disastrose per l'intero genere umano. In quegli anni, i citati studi sensibilizzarono notevolmente l'opinione pubblica e le istituzioni, inducendo i Governi e le Nazioni Unite ad attivarsi per trovare soluzioni collettive a problemi comuni di siffatta portata.

A fronte della gravità di tali problematiche, del tutto nuove e senza precedenti, l'antica questione della sostenibilità è stata affrontata, per la prima volta, quale problema riguardante tutto il Pianeta indistintamente e tutti gli esseri umani quali parte di un'unica comunità globale: un problema, dunque, di sopravvivenza di lungo periodo e non più di mera sostenibilità *hic et nunc*; di necessità e non di pura e semplice opportunità.

È, così, intervenuto un radicale cambio di prospettiva rispetto al passato, che ha dato origine ad un approccio originale ed inedito rispetto al sempiterno e generale tema della sostenibilità, portando alla nascita del nuovo paradigma dello Sviluppo sostenibile per guidare la Comunità e il diritto internazionale verso il necessario cambiamento, a tutela della progenie¹⁷.

§ 2. Lo Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale: evoluzione storica e inquadramento generale.

Lo Sviluppo sostenibile costituisce un *concetto*, un *obiettivo* e un *principio* di diritto internazionale, di difficile definizione, che è emerso, si è sviluppato e si è consolidato nella

esponenziale della popolazione e della produzione industriale a fronte della scarsità delle risorse disponibili, giungendo alla conclusione che, “*se le attuali tendenze di crescita della popolazione mondiale, dell'industrializzazione, dell'inquinamento, della produzione alimentare e dell'esaurimento delle risorse rimarranno invariati, i limiti alla crescita su questo pianeta saranno raggiunti entro i prossimi cento anni*” e che “*il risultato più probabile sarà un piuttosto improvviso e incontrollabile calo sia della popolazione che della capacità industriale*”. A fronte di tale desolante conclusione, tuttavia, il Rapporto precisò che “*è possibile modificare questi trend di crescita e stabilire una condizione di stabilità ecologica ed economica che sia sostenibile nel lontano futuro*”, progettando uno “*stato di equilibrio globale*” tale che “*i bisogni essenziali di ogni persona sulla terra siano soddisfatti e ogni persona abbia pari opportunità di realizzare il suo potenziale umano individuale*”. Il Rapporto sui limiti dello sviluppo fu molto influente a livello internazionale, ancorché soggetto a varie critiche di merito e di metodo. Il Rapporto fu successivamente aggiornato nel 1992 e nel 2004, riproponendo, in sostanza, le medesime conclusioni. Cfr. D.H. MEADOWS, D. L. MEADOWS, J. RANDERS, W. W. BEHRENS III, *Limits to Growth*, New York, 1972.

¹⁷ Il menzionato cambiamento di prospettiva, che ha innescato il dibattito internazionale sullo Sviluppo sostenibile, non è avvenuto istantaneamente, ma progressivamente, parallelamente alla maturazione del dibattito scientifico sul problema dell'attuale *in*-sostenibilità dell'attuale modello di sviluppo globale, risultante, in particolare, dalle opere sopra citate. La crescente consapevolezza dei problemi legati al cambiamento climatico ha ulteriormente accelerato e sta tuttora accelerando tale processo.

prassi internazionale a partire dagli inizi degli anni '70¹⁸, allo scopo di risolvere problematiche di ordine climatico-ambientale ed economico-sociale che interessano l'intera Comunità internazionale, come il cambiamento climatico, il degrado ambientale, l'inquinamento, la perdita della biodiversità, la fame, la povertà e la privazione dei diritti umani fondamentali¹⁹. Come è noto, dette problematiche, essendo strutturalmente connesse al funzionamento dell'economia internazionale e alle dinamiche sottese ai processi di globalizzazione economica e finanziaria, impongono di trovare soluzioni 'di sistema' proprio a livello giuridico internazionale, al fine di governare i fenomeni economici tenendo conto pienamente non solo degli aspetti economico-finanziari, ma anche delle esternalità ambientali e sociali risultanti dalla produzione e dalla crescita economica globale²⁰.

In tale prospettiva, lo Sviluppo sostenibile, come concetto, obiettivo e principio dell'ordinamento internazionale, promuove la piena e pari integrazione, ad ogni livello di *governance*, delle considerazioni di natura economica con quelle di natura ambientale e

¹⁸ Il primo consesso internazionale in cui gli Stati si trovarono a discutere dei comuni problemi riguardanti il futuro dell'Umanità e del Pianeta fu la Conferenza di Stoccolma sull'ambiente umano del 1972 (v. *infra* note 23 e 31). Da tale Conferenza originò il dibattito internazionale che portò all'elaborazione del concetto di Sviluppo sostenibile da parte della Commissione Brundtland nel 1987 (v. *infra* § 3) e al suo sviluppo normativo tramite successivi atti internazionali, a partire dalla Dichiarazione di Rio del 1992. In retrospettiva, il concetto di "ambiente umano" ("*human environment*") di cui alla Conferenza di Stoccolma non può che considerarsi diretto antesignano di quello di Sviluppo sostenibile. Proprio con riferimento al concetto di ambiente umano, infatti, in seno alla Conferenza: (i) si discusse per la prima volta di tutte le problematiche di ordine ambientale e sociale di rilevanza internazionale; (ii) fu espressa la necessità di abbracciare una visione comune per trovare ad esse una soluzione a livello internazionale; (iii) fu approvata una Dichiarazione contenente 26 Principi relativi tanto ai temi di natura ambientale, quanto ai temi di natura sociale sottesi al concetto di Sviluppo sostenibile (cfr. *Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*, in NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment*, 1972, UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1).

¹⁹ La ricostruzione dello Sviluppo sostenibile come *concetto, obiettivo e principio* di diritto internazionale si basa sugli atti, sulla giurisprudenza e sulla dottrina internazionale in materia citati *infra*. L'affermazione e il consolidamento dello Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale derivano proprio dal riconoscimento dell'esistenza di problematiche comuni che, per essere efficacemente affrontate, richiedono sforzi collettivi e percorsi di riforma condivisi a livello internazionale, come risulta in maniera inequivoca dall'analisi dei Preamboli di tutte le dichiarazioni rilevanti in materia di Sviluppo sostenibile citate *infra* note da 31 a 36.

²⁰ La globalizzazione economica e commerciale, quale processo di progressiva integrazione dei mercati in forza della graduale liberalizzazione degli scambi, ha profondamente inciso sull'evoluzione del sistema giuridico ed economico internazionale, portando alla formazione di un unico "mercato globale" in cui i fattori produttivi (beni, servizi, capitali, lavoro, tecnologia) e i sistemi economici nazionali presentano un tasso di interconnessione e interdipendenza senza precedenti nella storia dell'Umanità. I processi di globalizzazione hanno incrementato in maniera esponenziale la produzione e i consumi su scala mondiale e favorito l'internazionalizzazione dell'economia, reale e finanziaria, senza però imporre particolari limiti di ordine ambientale e sociale agli scambi internazionali e alla crescita globale. Per l'effetto, il tasso di consumo delle risorse terrestri, di inquinamento ambientale e di riscaldamento globale è aumentato vertiginosamente, così come le disuguaglianze sociali sia tra Stati, sia all'interno degli stessi Stati, causando nel tempo crisi ambientali, climatiche ed economico-sociali che interessano non singoli Paesi, ma, di fatto, l'intero sistema internazionale. Tali crisi, per via dell'elevatissima interdipendenza economica a livello globale, richiedono necessariamente soluzioni 'di sistema' ovvero trasformazioni di natura 'strutturale' dal punto di vista della *governance* economica internazionale, in grado di incidere sulla struttura, sul funzionamento e sull'evoluzione dell'intero sistema giuridico ed economico internazionale, al fine di tutelare i comuni interessi di natura climatico-ambientale ed economico-sociale che riguardano l'intera Umanità e che sono collettivamente ricompresi all'interno del concetto di Sviluppo sostenibile.

sociale, con l'obiettivo di assicurare una crescita economica socialmente equa, eco-sostenibile e climaticamente neutrale, nell'interesse delle generazioni presenti e soprattutto future. Economia, ambiente e società costituiscono le "tre dimensioni" *inscindibili* dello Sviluppo sostenibile²¹, le quali, dal punto di vista normativo, scaturiscono dall'integrazione tra tre rami del diritto internazionale: il diritto internazionale dell'economia, il diritto internazionale dell'ambiente e i diritti umani²².

Il concetto di Sviluppo sostenibile è stato ampiamente dibattuto dagli Stati in numerosi consessi internazionali, organizzati in seno alle Nazioni Unite – tra cui la citata Conferenza di Stoccolma sull'ambiente umano del 1972²³, la Conferenza di Rio sull'ambiente e lo sviluppo del 1992²⁴, il Vertice Mondiale sullo Sviluppo Sostenibile di Johannesburg del

²¹ Il concetto di Sviluppo sostenibile si basa sulla piena e pari integrazione delle dimensioni economica, ambientale e sociale. La pari rilevanza delle dimensioni ambientale e sociale, già enfatizzata in seno alla Conferenza di Stoccolma e specificata nel Rapporto Brundtland, trova fondamento normativo nell'insieme delle Dichiarazioni relative allo Sviluppo sostenibile approvate dagli Stati e in particolare nella Dichiarazione di Johannesburg del 2002.

²² Lo Sviluppo sostenibile è stato, infatti, definito come "una architettura a pilastri simile ad un tempio (...) costituiti dal diritto internazionale dell'ambiente, dal diritto internazionale dei diritti umani e dal diritto internazionale dell'economia" (cfr. MCGOLDRICK, *Sustainable Development and Human Rights: an Integrated Conception*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 1996).

²³ La Conferenza di Stoccolma sull'ambiente umano ("*United Nations Conference on Human Environment*") fu il primo consesso internazionale in cui gli Stati si trovarono a discutere dei comuni problemi riguardanti il futuro dell'Umanità e del Pianeta. La Conferenza, convocata nel 1968 dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite (Risoluzione n. 2398 (XXIII) del 3 Dicembre 1968 "*Problems of the human environment*"), si tenne tra il 5 e il 16 giugno 1972 e vide la partecipazione di 112 Stati oltre alle Agenzia specializzate delle Nazioni Unite e ad altre Organizzazioni internazionali. La Conferenza si concluse con l'adozione di tre atti non vincolanti: (i) la "*Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*" o "Dichiarazione di Stoccolma", contenente 26 Principi quale espressione "*di una visione comune e di comuni principi per ispirare e guidare i popoli del mondo nella conservazione e alla valorizzazione dell'ambiente umano*"; (ii) l'"*Action Plan for the Human Environment*", contenente ben 109 raccomandazioni su come affrontare i problemi ambientali a livello nazionale e internazionale; (iii) la "*Resolution on the institutional and financial arrangements*" che raccomandava la creazione di un "*Governing Council for Environmental Programmes*" in seno alle Nazioni Unite, che portò poi alla nascita dello "*United Nations Environmental Programme*" (UNEP) quale organo istituzionale delle Nazioni Unite con compiti specifici sui temi della tutela ambientale e dell'utilizzo sostenibile delle risorse naturali. Cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment*, 1972, UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1.

²⁴ La Conferenza di Rio sull'ambiente e lo sviluppo ("*United Nations Conference on Environment and Development*, anche conosciuta come "*Rio de Janeiro Earth Summit*") fu convocata dall'Assemblea Generale nel 1989, al termine della Guerra fredda, al fine di "*elaborare strategie e misure per arrestare e invertire gli effetti del degrado ambientale nel contesto di un aumento degli sforzi nazionali e internazionali per promuovere uno sviluppo sostenibile e rispettoso dell'ambiente*" (Risoluzione n. 44/228 (XXIII) del 22 Dicembre 1989; cfr. punto I.3). La Conferenza si tenne a Rio de Janeiro dal 3 al 14 Giugno 1992 e vide la partecipazione di ben 172 Stati, oltre ad un numero assai elevato di organizzazioni internazionali governative e non governative. Si trattò di un evento mondiale senza precedenti, sia per la grandissima partecipazione della società civile e l'impatto anche mediatico che ebbe sull'opinione pubblica in tutto il globo, sia, soprattutto, per le scelte di politica internazionale in materia di Sviluppo sostenibile e protezione ambientale che furono fatte in tale sede, attraverso la conclusione di vari atti vincolanti e non vincolanti. La Conferenza si concluse con l'adozione di tre accordi non vincolanti: (i) la "*Rio Declaration on Environment and Development*", con cui il concetto di Sviluppo sostenibile fu per la prima volta riconosciuto in un atto internazionale e declinato in 27 Principi, per lo più riguardanti gli aspetti ambientali; (ii) l'"*Agenda 21*", un ampio e articolato programma di azione per realizzare una "*global partnership for sustainable development*"; (iii) i "*Forest Principles*" ("*Non-legally binding authoritative statement of principles for a global consensus on the management, conservation*

2002²⁵, la Conferenza sullo Sviluppo sostenibile di Rio del 2012²⁶ e il Vertice delle Nazioni Unite sullo Sviluppo sostenibile del 2015²⁷ – nonché nell’ambito dell’attività di diverse Organizzazioni internazionali, in primo luogo le stesse Nazioni Unite tramite l’UNEP²⁸.

Il concetto si è notevolmente evoluto nel tempo²⁹, grazie all’adozione di numerosi atti internazionali di *soft-law*, elaborati in seno alle menzionate Conferenze o all’Assemblea generale delle Nazioni Unite, che ne hanno specificato singoli aspetti, tipicamente tramite l’approvazione di dichiarazioni di natura programmatica, l’elaborazione di principi e la

and sustainable development of all types of forests”), relativa allo sfruttamento sostenibile delle foreste; nonché con la sottoscrizione di due trattati internazionali: (iv) la “*United Nations Framework Convention on Climate Change*” (UNFCCC), con l’obiettivo di contrastare l’aumento della temperatura media globale; (v) la “*Convention on Biological Diversity*”, finalizzata alla conservazione della diversità biologica, all’uso sostenibile delle sue componenti, e alla giusta ed equa divisione dei benefici derivanti dall’utilizzo delle risorse genetiche. Cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on Environment and Development*, 1992, UN Doc. A/CONF.151/26/Rev.1.

²⁵ Il Vertice mondiale sullo Sviluppo sostenibile (“*World Summit on Sustainable Development*”, anche conosciuto come “*Earth Summit 2002*”) fu convocato dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite (Risoluzione n. 55/199 del 5 Febbraio 2001) con l’obiettivo di dare nuovo slancio alla cooperazione internazionale per lo sviluppo sostenibile, la protezione dell’ambiente e la riduzione della povertà. La Conferenza, a cui parteciparono 180 Stati, si tenne a Johannesburg dal 26 Agosto al 4 Settembre 2002 e si concluse, in particolare, con l’adozione di due atti non vincolanti: (i) la “*Johannesburg Declaration on Sustainable Development*”, con cui gli Stati riaffermarono i propri impegni in tema di Sviluppo sostenibile, riconoscendo la piena e pari integrazione delle tre dimensioni del concetto (economica, ambientale e sociale) e soffermandosi in particolare sui problemi di natura economico-sociale, come la fame, la povertà, la salute e le disuguaglianze sociali nei Paesi meno sviluppati; (ii) il “*Plan of Implementation of the World Summit on Sustainable Development*”, contenente linee-guida e raccomandazioni su come affrontare i menzionati problemi sociali a livello soprattutto internazionale. Cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the World Summit on Sustainable Development*, 2002, UN Doc. A/CONF.199/20.

²⁶ La Conferenza sullo Sviluppo sostenibile (“*United Nations Conference on Sustainable Development*”, anche conosciuta come “*Earth Summit 2012*”, “*Rio+20*”), convocata dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite (Risoluzione n. 64/236 del 23 Dicembre 2009), si tenne a Rio de Janeiro tra il 13 e il 22 Giugno 2012 e vide la partecipazione di 192 Stati. In particolare, la Conferenza si concluse con l’approvazione di un documento, denominato “*The future we want*”, successivamente oggetto di apposita risoluzione dell’Assemblea Generale (Risoluzione n. 66/288 del 11 Settembre 2012, “*The future we want*”), che rappresenta una vera e propria agenda politica internazionale finalizzata a rafforzare gli sforzi in favore dello Sviluppo sostenibile. Con tale documento, peraltro, si decise di avviare il processo per la definizione dei “*Sustainable Development Goals*”, di cui alla successiva Agenda 2030. Cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on Sustainable Development*, 2012, UN Doc. A/CONF.216/16.

²⁷ Il Vertice delle Nazioni Unite sullo Sviluppo sostenibile (“*United Nations Sustainable Development Summit*”) fu convocato dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite (Risoluzione n. A/69/L.43 del 15 Dicembre 2014) allo scopo di negoziare, elaborare ed approvare una nuova agenda programmatica per lo Sviluppo sostenibile, dando seguito alla Risoluzione “*The future we want*” approvata in seno alla Conferenza sullo Sviluppo sostenibile del 2012. Il Vertice, preceduto da numerosi negoziati svoltisi durante la prima metà del 2015, si tenne a New York tra il 25 e il 27 Settembre 2015 durante la seduta plenaria dell’Assemblea Generale e si concluse con l’approvazione dell’Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile, adottata con la Risoluzione n. 70/1 del 25 Settembre 2015 “*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*”. L’Agenda 2030 rappresentò un ulteriore e fondamentale punto di svolta in tema di Sviluppo sostenibile.

²⁸ L’attività delle Organizzazioni internazionali fu a tal fine fondamentale. In particolare, risultarono determinanti le iniziative assunte dallo United Nations Environmental Programme (UNEP), l’organo istituzionale delle Nazioni Unite, istituito all’esito della Conferenza di Stoccolma, con competenze specifiche in materia di protezione ambientale e Sviluppo sostenibile.

²⁹ Sull’evoluzione del concetto, cfr. in particolare N. SCHRUIVER, *The Evolution of Sustainable Development in International Law. Inception, Meaning and Status*, in *Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, 329, 2008, pp. 1-217.

definizione di piani d'azione³⁰. Tra questi, assumono rilevanza centrale la Dichiarazione di Stoccolma sull'Ambiente Umano del 1972³¹, il Rapporto Brundtland adottato dall'Assemblea Generale con la Risoluzione n. 42/187 "Our Common Future" del 1987³², la Dichiarazione di Rio sull'Ambiente e lo Sviluppo e l'Agenda 21 del 1992³³, la Dichiarazione del Millennio del 2000³⁴, la Dichiarazione di Johannesburg sullo Sviluppo Sostenibile del 2002³⁵, nonché, da ultimo, l'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile di cui alla Risoluzione dell'Assemblea Generale n. 70/1 del 25 Settembre 2015³⁶.

Il riferimento allo Sviluppo sostenibile è, inoltre, contenuto in numerosi trattati internazionali, come i trattati istitutivi dell'Unione Europea del 1992³⁷, la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici del 1992³⁸, il trattato istitutivo dell'Organizzazione Mondiale del Commercio del 1994³⁹, l'Accordo di Parigi sul clima del 2015⁴⁰ e altre convenzioni internazionali in materia ambientale e sociale⁴¹.

Lo Sviluppo sostenibile è stato, altresì, riconosciuto in sede di contenzioso internazionale da vari organismi giurisdizionali e arbitrali, come la Corte Internazionale di Giustizia⁴², la Corte Permanente di Arbitrato⁴³, l'Organo di Appello dell'Organizzazione

³⁰ Cfr. *supra* note da 23 a 27.

³¹ *Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*, in NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment*, 1972, UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1, in breve: Dichiarazione di Stoccolma (cfr. *supra* note 18 e 23, nonché *infra* nota 59).

³² G.H. BRUNDTLAND, *Report of the World Commission on Environment and Development. Our Common Future*, United Nations General Assembly Document A/42/427, in breve: Rapporto Brundtland, adottato dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 42/187 del 11 Dicembre 1987 "Report of the World Commission on Environment and Development", UN Doc. A/RES/42/187, in breve: Risoluzione "Our Common Future". Sul punto, v. *infra* § 3.

³³ *Rio Declaration on Environment and Development*, 2012, A/CONF.151/26, in breve: Dichiarazione di Rio; id., *Agenda 21*, 2012, A/CONF.151/26 (cfr. *supra* nota 24).

³⁴ La Dichiarazione del Millennio delle Nazioni Unite, firmata nel settembre del 2000 da oltre 190 Stati, aveva la funzione di stabilire gli obiettivi di Sviluppo sostenibile – denominati *Millennium Development Goals* o MDGs – che gli Stati si sarebbero impegnati a realizzare entro il 2015. La Dichiarazione fu poi sostituita dall'Agenda 2030, che ha ulteriormente specificato e dettagliato i menzionati obiettivi e introdotto significative novità per la sua adozione e implementazione.

³⁵ *Johannesburg Declaration on Sustainable Development*, 2002, A/CONF.199/20, in breve: Dichiarazione di Johannesburg (cfr. *supra* nota 25).

³⁶ Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/1 del 25 Settembre 2015 "Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development", UN Doc. A/RES/70/1, in breve: Agenda 2030.

³⁷ Cfr. Trattato sull'Unione Europea (TUE), artt. 3.1, 3.5, 21; Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), art. 11.

³⁸ Cfr. Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC), art. 3.4.

³⁹ Cfr. Accordo che istituisce l'Organizzazione Mondiale del Commercio (Trattato OMC), Preambolo.

⁴⁰ Cfr. Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, artt. 2, 4, 6, 7, 8, 10.

⁴¹ Cfr. al riguardo l'Appendice I, punto I.

⁴² Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project (Hungary/Slovakia)*, Judgement of 25 September 1997, cit.; ID., *Case Concerning Pulp Mills on the River Uruguay (Argentina v. Uruguay)*, Judgment of 20 April 2010.

⁴³ Cfr. CORTE PERMANENTE DI ARBITRATO, *Arbitration regarding the Iron Rhine ("Ijzeren Rijn") Railway between The Kingdom of Belgium and The Kingdom of the Netherlands*, Award of the Arbitral Tribunal of 24 May 2005, UNRIAA XXVII 35.

Mondiale del Commercio⁴⁴, che lo hanno variamente qualificato come concetto, obiettivo ovvero come vero e proprio principio giuridico internazionale⁴⁵.

Infine, lo Sviluppo sostenibile ha trovato ampio riconoscimento presso la letteratura e la dottrina giuridica internazionale, la quale, peraltro, ha significativamente contribuito alla concettualizzazione, alla sistematizzazione, nonché allo sviluppo normativo di tale principio entro il perimetro dell'ordinamento internazionale pubblico⁴⁶. Tuttavia, la natura, il contenuto, la portata, l'efficacia giuridica del principio dello Sviluppo sostenibile rimangono di non facile e immeditata identificazione; al contrario, sul punto vi è un ampio e sfaccettato dibattito, in continua evoluzione, che vede contrapporsi tesi e ricostruzioni profondamente diverse⁴⁷.

⁴⁴ Cfr. ORGANO DI APPELLO DELL'ORGANIZZAZIONE MONDIALE DEL COMMERCIO, *United States - Import Prohibition of Certain Shrimp and Shrimp Products*, anche conosciuto come "Shrimp-Turtle case", 1998.

⁴⁵ Nello specifico, la CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA ha qualificato lo Sviluppo sostenibile dapprima come mero "concetto" (cfr. ID., *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project*, cit.), secondo un'interpretazione confermata l'anno successivo dall' ORGANO DI APPELLO DELL'ORGANIZZAZIONE MONDIALE DEL COMMERCIO (cfr. ID., *Shrimp-Turtle case*, cit.), quindi anche come "obiettivo" (cfr. ID., *Case Concerning Pulp Mills on the River Uruguay*, cit.), mentre il Tribunale arbitrale formatosi in seno alla CORTE PERMANENTE DI ARBITRATO l'ha interpretato come insieme di diversi "emerging principles" di diritto internazionale (cfr. ID., *Arbitration regarding the Iron Rhine*, cit.). Sul punto, v. più approfonditamente *infra* § 5. Cfr. al riguardo Appendice I, punto VI.

⁴⁶ Si segnala, in particolare, l'attività condotta al riguardo dall'International Law Association (ILA): cfr. soprattutto ILA, *ILA New Delhi Declaration of Principles of International Law Relating to Sustainable Development*, 2002, UN Doc. A/CONF.199/8; e ID., *Sofia Conference (2012) International Law on Sustainable Development. Final Report*, 2012, e in particolare l'Annex I "2012 Sofia Guiding Statements on the Judicial Elaboration of the 2002 New Delhi Declaration of Principles of International Law relating to Sustainable Development"; ID., *Risoluzione n. 7/2012, Committee on International Law on Sustainable Development*. Sulla giurisprudenza cfr. nello specifico M.C. CORDONIER-SEGGER, C.G. WEERAMANTRY (eds.), *Sustainable Development Principles in the Decisions of International Courts and Tribunals 1992-2012*, London - New York, 2017.

⁴⁷ Si riporta, al riguardo, la bibliografia di riferimento: E. BROWN WEISS (ed.), *In Fairness to Future Generations: International Law, Common Patrimony and Intergenerational Equity*, New York, 1989; G. HANDL, *Sustainable Development. General Rules versus Specific Obligations*, London, 1995; W. LANG (ed.) *Sustainable Development and International Law*, London 1995; A. BOYLE, D. FREESTONE (eds.), *International Law and Sustainable Development. Past Achievements and Future Challenges*, Oxford, 1999; P. SANDS, *International Law in the field of Sustainable Development*, in *British Yearbook of International Law*, 65 (1), 1994, pp. 303-381; M.C. CORDONIER SEGGER, A. Khalfan, *Sustainable Development Law. Principles, Practices and Prospects*, Oxford, 2004; R. GIUFFRIDA, *Lo sviluppo sostenibile: i caratteri delle norme internazionali e il loro operare nella risoluzione delle controversie*, in *Studi in onore di Gaetano Arangio Ruiz*, Napoli, 2004; N. SCHRIJVER, F. WEISS (eds.), *International Law and Sustainable Development. Principles and Practice*, Leiden, 2004; P. SCHWARZ, *Sustainable Development in International Law*, in *Non-State Actors and International Law*, 5(2), 2005, pp. 127-152; M.C. CORDONIER SEGGER, C.G. WEERAMANTRY (eds.), *Sustainable Justice. Reconciling Economic, Social and Environmental Law*, Leiden, 2005; D. FRENCH, *International Law and Policy of Sustainable Development*, Manchester, 2007; P. FOIS (ed.) *Il principio dello sviluppo sostenibile nel diritto internazionale ed europeo dell'ambiente*, Napoli 2007; N. SCHRIJVER, *The Evolution of Sustainable Development in International Law. Inception, Meaning and Status*, 2008, cit.; C. VOIGT, *Sustainable Development as a Principle of International Law Sustainable Development as a Principle of International Law. Resolving Conflicts between Climate Measures and WTO Law*, Leiden, 2009; V. BARRAL, *Sustainable Development in International Law: Nature and Operation of an Evolutive Legal Norm*, in *The European Journal of International Law* 23(2), 2012; K. BOSSELMANN, *The Principle of Sustainability. Transforming Law and Governance*, 2nd edition, London, 2016; J. VERSCHUUREN, *The growing significance of the principle of sustainable development as a legal norm*, in D. FISHER (ed.), *Research Handbook on*

In particolare, il dibattito ruota intorno all'opposizione tra tesi "minimaliste", in cui la normatività del *concetto* di Sviluppo sostenibile è ridotta a mera dichiarazione di intenti dal significato politico, ma improduttiva di effetti giuridici, trattandosi al più di mera, vaga e generica *soft-law*⁴⁸, e tesi "massimaliste", in cui l'*obiettivo* e il *principio* dello Sviluppo sostenibile vengono valorizzati per farvi derivare veri e propri obblighi di condotta per Stati e Organizzazioni internazionali appartenenti al diritto internazionale generale⁴⁹. Tale differenza di vedute diviene ancor più rilevante a fronte del generale *mainstream* che si è recentemente venuto a creare intorno al concetto di Sviluppo sostenibile⁵⁰, soprattutto per effetto dell'Agenda 2030, poiché diventa inconciliabile la posizione di chi vede in tale fenomeno una grandissima operazione di "marketing giuridico", finalizzato alla prospettazione di una trasformazione del sistema, in specie economico, solo di facciata⁵¹, con quella di chi vede in tale *mainstream* un vero mutamento di sensibilità e approccio da parte di tutti i soggetti e gli attori internazionali, che non farebbe altro che accrescere la già consolidata rilevanza giuridica internazionale dello Sviluppo sostenibile e, su tale base, supportare ulteriori cambiamenti strutturali sia sul piano giuridico-economico

Fundamental Concepts of Environmental Law, Cheltenham, 2016; FOCARELLI, *Economia globale e diritto internazionale*, Bologna, 2016; VERSCHUUREN, *Sustainable development and the nature of environmental legal principles*, in Potchefstroom Electronic Law Journal 9(1), 2017; P. SANDS, J. PEEL, A. FABRA, R. MACKENZIE, *Principles of International Environmental Law*, IV ed., Cambridge, 2018; V. BARRAL, *The Principle of Sustainable Development*, in L. KRAMER, E. ORLANDO (eds.), *Principles of Environmental Law*, Cheltenham 2018; P.M. DUPUY, J. VIÑUALES, *International Environmental Law*, II ed., Cambridge, 2018; D. FREESTONE (ed.), *Sustainable Development and International Environmental Law*, Northampton, 2018; D. FRENCH, L.J. KOTZE', *Sustainable Development Goals. Law, Theory and Implementation*, Cheltenham, 2018; J.E. VIÑUALES, *Sustainable Development in International Law*, in L. RAJAMANI, J. PEEL (eds.), *The Oxford Handbook of International Environmental Law*, Oxford, 2019; G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, Milano, 2020; P. BIRNIE, A. BOYLE, C. REDGWELL, *International Law and the Environment*, IV ed., Oxford, 2021.

⁴⁸ Secondo tali tesi, la mancanza di efficacia giuridica non deriverebbe solo dalla natura di *soft-law* degli atti a tal fine rilevanti, ma anche dalla vaghezza e genericità delle formulazioni adottate, che renderebbero comunque impossibile individuarne il contenuto prescrittivo in maniera sufficientemente precisa e determinata. Sul punto v. *infra* § 5.

⁴⁹ Cfr. in particolare V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit.; ID., *The Principle*, cit.

⁵⁰ Emblematica, al riguardo, è l'osservazione secondo cui "no concept of international law has been used and abused more than the concept of sustainable development" ovvero secondo cui "Aucun concept du droit international de l'environnement n'a été utilisé plus largement, ni de manière aussi contradictoire, que celui de développement durable" di P.M. DUPUY, J. VIÑUALES, rispettivamente in *International Environmental Law*, cit., p. 79 e *Introduction au droit international de l'environnement*, Paris, 2015, p. 116.

⁵¹ Al riguardo, si ripropongono le considerazioni svolte da FOCARELLI in merito al tema dei diritti umani, da ritenersi valide, a maggior ragione, anche in materia di Sviluppo sostenibile, vista la minor prescrittività di quest'ultimo rispetto ai primi: "È il caso di segnalare che il dibattito deve oggi tener conto del fatto che i diritti umani (...) sono sempre più utilizzati dal business come strumento chiave di marketing per gli affari su scala globale. Vengono cioè mercificati e trasformati nel principale motore per il profitto privato. Chi li invoca (...) come limite all'efficienza del potere economico, sembra non rendersi conto (oppure sembra rendersene ben conto agisce deliberatamente) che fa il gioco del potere economico. Da questo punto di vista (...) i diritti umani vanno ripensati al fine di decostruire gli innumerevoli meccanismi escogitati dal marketing economico e politico per il loro (ab)uso; e in particolare vanno demercificati al fine di mantenere vivo il loro nucleo essenziale". Cfr. FOCARELLI, *Economia globale e diritto internazionale*, cit., p. 29.

internazionale, sia a livello di governo e di sistema economico nazionale, sia, ancora, nella prospettiva del mercato globale e del diritto transnazionale⁵².

La difficoltà nel qualificare e interpretare lo Sviluppo sostenibile nel quadro dell'ordinamento internazionale è diretta conseguenza della endemica vaghezza delle formulazioni utilizzate per definirne il contenuto⁵³ e della natura intrinsecamente evolutiva di tale concetto, che, da un lato, è frutto di un lungo processo di elaborazione e stratificazione normativa, durato più di cinquant'anni e tuttora in corso, dall'altro lato, si struttura esso stesso come processo di cambiamento e di riforma dell'intera società internazionale, in continua mutazione ed espansione⁵⁴.

Al fine di comprenderne le caratteristiche giuridiche, si ritiene opportuno scomporre l'analisi dello Sviluppo sostenibile nelle sue connotazioni essenziali, più volte ricordate, di *concetto*, *obiettivo* e *principio* di diritto internazionale. In primo luogo, si procederà all'analisi del *concetto* di Sviluppo sostenibile, come formulato in sede di cooperazione internazionale a partire dal Rapporto Brundtland del 1987 e declinato in specifici principi dalla Dichiarazione di Rio del 1992 (§ 3). In secondo luogo, ci si soffermerà sullo Sviluppo sostenibile quale *obiettivo* (o insieme di obiettivi) pienamente riconosciuto dalla Comunità internazionale e sul rapporto tra lo stesso e i 17 SDGs dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite (§ 4). In terzo luogo, si illustreranno le diverse interpretazioni e ricostruzioni dottrinali relative allo Sviluppo sostenibile come *principio* giuridico internazionale (§ 5).

⁵² A tal proposito, occorre precisare che il “*mainstream*” in merito al concetto di Sviluppo sostenibile è stato espressamente voluto e deliberato in seno alle Nazioni Unite proprio a tale fine. Cfr. Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 66/288 del 11 Settembre 2012, “*The future we want*”, cit., punto 3 (v. *supra* nota 26): “*We therefore acknowledge the need to further mainstream sustainable development at all levels, integrating economic, social and environmental aspects and recognizing their interlinkages, so as to achieve sustainable development in all its dimensions*”.

⁵³ Ciò si coglie sia con riferimento alla definizione di Sviluppo sostenibile contenuta nel Rapporto Brundtland (come “*lo sviluppo in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*”), che è a tutt'oggi la definizione più accreditata a livello internazionale, sia con riferimento alla formulazione di alcuni Principi contenuti nelle diverse Dichiarazioni sopra citate e utilizzati per specificare il contenuto di tale concetto (cfr. ad esempio Dichiarazione di Rio, Principio 3: “*The right to development must be fulfilled so as to equitably meet developmental and environmental needs of present and future generations*”).

⁵⁴ Cfr. V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit.; v. *infra* § 5. Cfr. al riguardo gli atti e i documenti riepilogati nell'Appendice I.

§ 3. La genesi del concetto di Sviluppo sostenibile: il Rapporto Brundtland, la Risoluzione *Our Common Future* e la Dichiarazione di Rio.

Il concetto di Sviluppo sostenibile fu proposto per la prima volta⁵⁵ nel *Rapporto Brundtland* del 1987⁵⁶, che fu successivamente adottato dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 42/187 "*Our Common Future*" sopra citata⁵⁷. Il Rapporto fu elaborato dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo, su mandato dell'Assemblea Generale, con l'obiettivo di elaborare di proporre nuove ed innovative strategie ambientali internazionali di lungo periodo ed elaborare raccomandazioni al riguardo⁵⁸. L'iniziativa diede seguito, in particolare, alla Conferenza di Stoccolma sull'ambiente umano tenutasi nel 1972, che fu il primo consesso internazionale in cui gli Stati si trovarono a discutere dei comuni problemi riguardanti il futuro dell'Umanità e del Pianeta, rilevando, tra le altre cose, la "*necessità di una visione comune e di comuni principi per ispirare e guidare i popoli del mondo nella conservazione e alla valorizzazione dell'ambiente umano*" ed elaborando specifici Principi al riguardo⁵⁹. In tale contesto e a tale fine, poco più di dieci anni dopo la Commissione Brundtland propose il modello dello Sviluppo sostenibile come soluzione alle principali sfide ambientali e sociali internazionali,

⁵⁵ Il termine "Sviluppo sostenibile" comparve per la prima volta in atti ufficiali nella decisione dell'UNEP n. 20(III) del 1975 nella frase: "*environmental management implies sustainable development of all countries*" (cfr. UNEP, Governing Council Decision 20(III) del 2 Maggio 1975, punto 9) e fu citato come sottotitolo nel documento dell'International Union for the Conservation of Nature (IUCN) del 1980 "*World conservation Strategy. Living Resource Conservation for Sustainable Development*"; tuttavia, il concetto fu compiutamente sviluppato per la prima volta dalla Commissione Brundtland nell'omonimo Report.

⁵⁶ Cfr. G.H. BRUNDTLAND, *Report of the World Commission on Environment and Development. Our Common Future*, 1987, UN Doc. A/42/427, in breve: Rapporto Brundtland. Il Rapporto si compone di una Introduzione, intitolata "*From One Earth to One World*", e di 12 Capitoli, raggruppati in tre Parti, intitolate rispettivamente "*Common Concerns*", "*Common Challenges*", "*Common Endeavours*". Il Rapporto contiene, altresì, due Allegati: "*Annexe 1: Summary of Proposed Legal Principles for Environmental Protection and Sustainable Development Adopted by the WCED Experts Group on Environmental Law*" e "*Annexe 2: The Commission and its Work*".

⁵⁷ Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 42/187 del 11 Dicembre 1987 "*Report of the World Commission on Environment and Development*", UN Doc. A/RES/42/187, in breve: Risoluzione "*Our Common Future*", dal titolo del Rapporto adottato.

⁵⁸ La Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo, anche conosciuta come *Brundtland Commission*, fu costituita nel 1983 come organizzazione indipendente delle Nazioni Unite dal Segretario Generale delle Nazioni Unite Javier Pérez de Cuéllar, che ne nominò Presidente l'ex primo ministro norvegese Gro Harlem Brundtland, dando esecuzione alla Risoluzione dell'Assemblea Generale n. 38/161 del 1983 "*Process of preparation of the Environmental Perspective to the Year 2000 and Beyond*", UN Doc. A/RES/38/161.

⁵⁹ Cfr. Dichiarazione di Stoccolma, cit. i Principi contenuti nella Dichiarazione riguardano specifiche problematiche ambientali e sociali come: la tutela e promozione dei diritti umani fondamentali (Principio 1); la gestione delle risorse naturali e del problema dell'inquinamento ambientale (Principi 2-7); la correlazione tra *development* e *environment* (Principi 8-12); la pianificazione delle politiche demografiche, ambientali e di sviluppo (Principi 13-17); la diffusione della conoscenza scientifica, della tecnologia e dell'educazione in tutto il Mondo e in particolare nei Paesi in via di sviluppo (Principi 18-20); l'obbligo per gli Stati di prevenire e risarcire i danni ambientali causati in altri Paesi, di cooperare per risolverli e di promuovere la tutela dell'ambiente a livello internazionale (Principi 21-25); il disarmo nucleare (Principio 26).

derivante dalla loro unificazione in un'unica “*global challenge*” di carattere istituzionale⁶⁰. La proposta riscosse grandissimo successo a livello mondiale, inaugurando una nuova e inedita fase della cooperazione internazionale in materia ambientale, climatica ed economico-sociale.

Nel Rapporto Brundtland, lo Sviluppo sostenibile fu definito: (i) come “*lo sviluppo in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*”⁶¹; nonché (ii) come “*processo di cambiamento in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale sono resi coerenti con bisogni futuri così come quelli presenti*”⁶². Tali definizioni, inscindibili e complementari, devono ritenersi tuttora valide e rappresentano il fondamento teorico del concetto di Sviluppo sostenibile, che si pone al contempo come “*modello di sviluppo*” e “*processo di cambiamento*” di assoluta rilevanza per l'ordinamento internazionale. Nonostante nella prassi internazionale e nella letteratura di merito sia stata particolarmente valorizzata la prima delle definizioni citate, divenuta identificativa del concetto in esame, deve ritenersi che anche la definizione dello Sviluppo sostenibile come “*processo di cambiamento*”, funzionale a realizzare tale “*modello di sviluppo*”, sia altrettanto significativa e fondamentale.

In primo luogo, lo Sviluppo sostenibile fu formulato quale modello di sviluppo globale⁶³, alternativo a quello allora e tuttora dominante, in cui, tanto a livello macroeconomico, quanto a livello microeconomico, i temi della crescita e del profitto

⁶⁰ Il Report, sulla base di un'analitica e dettagliata ricognizione e analisi delle principali problematiche di ordine economico e sociale che affliggono l'intero genere umano, rileva come le stesse risultino talmente interdipendenti e interconnesse, che risulterebbe del tutto inutile un approccio settoriale ad alcuni problemi, come quelli di carattere ambientale, senza tenere in considerazione gli altri, come quelli di natura economico-sociale legati alla fame e alla povertà (sul punto, cfr. in particolare, Rapporto Brundtland, Overview, punti 11 e 28: “*Until recently, the planet was a large world in which human activities and their effects were neatly compartmentalized within nations, within sectors (energy, agriculture, trade), and within broad areas of concern (environment, economics, social). These compartments have begun to dissolve. This applies in particular to the various global 'crises' that have seized public concern, particularly over the past decade. These are not separate crises: an environmental crisis, a development crisis, an energy crisis. They are all one*”; “*A world in which poverty is endemic will always be prone to ecological and other catastrophes*”). Di conseguenza, l'unica soluzione possibile consiste nel promuovere collettivamente un processo di cambiamento globale, da perseguire istituzionalmente a livello internazionale: proprio in ciò risiede, dunque, la “*global challenge*” a cui è chiamata la Comunità internazionale. Cfr. Rapporto Brundtland, cit., *passim*.

⁶¹ Cfr. Rapporto Brundtland, cit., Capitolo 2, Punto 1: “*Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*”.

⁶² Cfr. Rapporto Brundtland, cit., Overview, Punto 30: “*Sustainable development is not a fixed state of harmony, but rather a process of change in which the exploitation of resources, the direction of investments, the orientation of technological development, and institutional change are made consistent with future as well as present needs*”.

⁶³ Il termine “modello di sviluppo” non ha una particolare definizione tecnica né giuridica né economica. Tuttavia, può intendersi come l'insieme dei processi e delle dinamiche economico-sociali che determinano il progresso di un popolo o dell'intero genere umano in un determinato momento storico.

prevalgono nettamente sulle problematiche di ordine climatico-ambientale ed economico-sociale che derivano dalle esternalità sottese al funzionamento dell'economia e dei mercati⁶⁴. Di contro, il modello dello Sviluppo sostenibile, definito per l'appunto come “*modello di sviluppo in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*”, si propone di allineare e integrare crescita economica, protezione ambientale e tutela sociale con una duplice finalità⁶⁵: da un lato, quella di soddisfare i *bisogni* delle persone, in specie i bisogni essenziali delle persone povere in tutto il mondo (dimensione sociale)⁶⁶; dall'altro lato, quella di rispettare i *limiti* relativi alla capacità del Pianeta di soddisfare materialmente tali bisogni, assicurando alle future generazioni la disponibilità delle risorse a tal fine necessarie (dimensione ambientale)⁶⁷.

Tali finalità, che implicano la necessità di porre limiti alla produzione, alla crescita e ai consumi, sono espressione, rispettivamente, di due principi di equità: il “*principio di equità intergenerazionale*”, che impone di preservare le risorse terrestri a tutela della progenie⁶⁸; e il “*principio di equità intragenerazionale*”, che impone il soddisfacimento dei

⁶⁴ È pacifico che l'attuale “modello di sviluppo globale”, come definito nella nota precedente, antepone nettamente le considerazioni di ordine economico (crescita, profitto, produzione, consumi) alle considerazioni di natura ambientale (inquinamento e degrado ambientale, depauperamento degli ecosistemi e perdita della biodiversità, cambiamenti climatici) e sociale (fame, povertà, malattie, analfabetismo, sfruttamento lavorativo, diseguaglianze sociali e in genere la privazione dei diritti umani fondamentali). Il sistema economico internazionale si struttura materialmente e giuridicamente su tale modello di sviluppo.

⁶⁵ Cfr. Rapporto Brundtland, cit., Capitolo 2, Punto 1: “*Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs. It contains within it two key concepts: the concept of ‘needs’, in particular the essential needs of the world’s poor, to which overriding priority should be given; and the idea of limitations imposed by the state of technology and social organization on the environment’s ability to meet present and future needs*”.

⁶⁶ Cfr. Rapporto Brundtland, Capitolo 2, Punto 4: “*Sustainable development requires meeting the basic needs of all and extending to all the opportunity to satisfy their aspirations for a better life*”. Tali “*basic needs*” sono poi specificati nei successivi punti da 42 a 47. La “dimensione sociale” dello Sviluppo sostenibile, già discussa in seno alla Conferenza di Stoccolma, espressa nel Rapporto Brundtland e richiamata nella Dichiarazione di Rio del 1992 (sul punto, cfr. Principio 5: “*All States and all people shall cooperate in the essential task of eradicating poverty as an indispensable requirement for sustainable development, in order to decrease the disparities in standards of living and better meet the needs of the majority of the people of the world*”) fu, poi, sviluppata, quale parte integrante dello Sviluppo sostenibile, soprattutto con la Dichiarazione di Johannesburg del 2002 (cfr. in particolare Punto 11: “*All States and all people shall cooperate in the essential task of eradicating poverty as an indispensable requirement for sustainable development, in order to decrease the disparities in standards of living and better meet the needs of the majority of the people of the world*”) e, da ultimo, è stata pienamente valorizzata nell'Agenda 2030 (cfr. in particolare gli SDG da 1 a 6). La dimensione sociale dello Sviluppo sostenibile si basa sulla lotta alla fame e alla povertà in tutto il Mondo e si estende sino alla tutela dei diritti umani fondamentali di natura economico-sociale.

⁶⁷ Cfr. Rapporto Brundtland, Punto 27: “*Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future 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*”.

⁶⁸ Il *principio di equità intergenerazionale*, che identifica la dimensione ambientale dello Sviluppo sostenibile, è precisamente formulato nel Rapporto Brundtland, Allegato I “*Summary of Proposed Legal Principles for*

bisogni essenziali delle persone, nonché l'equa distribuzione dei costi e dei benefici dello sviluppo all'interno della medesima generazione, tanto a livello domestico, quanto a livello internazionale⁶⁹. I menzionati principi sono sovente interpretati come elementi costitutivi del concetto di Sviluppo sostenibile, che può, altresì, considerarsi come reciproca integrazione di detti principi di equità⁷⁰.

Sul punto, giova ribadire che il fondamento logico del modello (e quindi del concetto) dello Sviluppo sostenibile affonda le sue radici non nell'*opportunità* di migliorare il sistema economico internazionale, ma nella *necessità* di cambiarlo progressivamente, per evitare danni irreparabili al Pianeta e all'intera Umanità⁷¹. Di conseguenza, i citati principi di equità

Environmental Protection and Sustainable Development", cit., Principio 2: "Inter-Generational Equity. States shall conserve and use the environment and natural resources for the benefit of present and future generations". Il principio è riproposto, con riferimento al diritto allo sviluppo, nella Dichiarazione di Rio, Principio 3, con la seguente formulazione: "The right to development must be fulfilled so as to equitably meet developmental and environmental needs of present and future generations", ed è stato, altresì, definito dall'International Law Association come "the right of all peoples within the current generation of fair access to the current generation's entitlement to the Earth's natural resources" (cfr. ILA, *ILA New Delhi Declaration*, cit., Principio 2). Sul principio di equità intergenerazionale, cfr., in particolare: E. BROWN WEISS (ed.), *In Fairness to Future Generations*, cit., V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit.; V. BARRAL, *The Principle*, cit.; A. BOYLE, D. FREESTONE (eds.), *International Law and Sustainable Development*, cit.; P. SANDS, *International Law in the field of Sustainable Development*, cit.

⁶⁹ Il principio di equità intragenerazionale, che identifica la dimensione sociale dello Sviluppo sostenibile, non è precisamente formulato nel Rapporto Brundtland, ma è il risultato di successive elaborazioni a partire dalle considerazioni espresse nel Rapporto. Sul punto, cfr. in particolare la definizione offerta dall'International Law Association di tale principio come "the right of future generations to enjoy a fair level of the common patrimony" (cfr. ILA, *ILA New Delhi Declaration*, cit., Principio 2). Sul principio di equità intragenerazionale, cfr., inoltre: D. FRENCH, *International Environmental Law and the Achievement of Intragenerational Equity*, in *Environmental Law Reporter*, 31, 2001, pp. 469 ss.; V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit.; V. BARRAL, *The Principle*, cit.; A. BOYLE, D. FREESTONE (eds.), *International Law and Sustainable Development*, cit., pp. 8-16; P. SANDS, *International Law in the field of Sustainable Development*, cit.

⁷⁰ Cfr., in particolare, V. BARRAL, *The Principle*, cit., p. 5: "Sustainable development's inherent frame can be reduced to three elements. Intergenerational equity which refers to the sustainability dimension of the expression; intragenerational equity, which refers to the developmental dimension of the expression; and integration, which is aimed at bridging both dimensions together". Cfr. P. SANDS, J. PEEL, A. FABRA, R. MACKENZIE, *Principles of International Environmental Law*, cit., che pongono a fondamento del concetto quattro principi: equità intergenerazionale, intragenerazionale e di integrazione, nonché il principio dell'uso equo e sostenibile delle risorse naturali. Nello specifico sul principio di integrazione cfr. V. BARRAL, P.M. DUPUY, *Principle 4: Sustainable Development through Integration*, in J. VIÑUALES (ed.) *The Rio Declaration on Environment and Development. A Commentary*, Oxford, 2015; M. MONTINI, *The Principle of integration*, in M. FAURE (ed.), *Elgar Encyclopedia of Environmental Law*, Northampton, 2014.

⁷¹ Al riguardo, cfr., in particolare, NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment*, cit., Brief summary of the general debate, punti 34, 35, 35; Dichiarazione di Stoccolma, cit., Preambolo, punti 3 e 6; Rapporto Brundtland, cit., Overview, punti 1 ("Humanity's inability to fit its activities into that pattern [of Nature] is changing planetary systems, fundamentally. Many such changes are accompanied by life-threatening hazards. This new reality, from which there is no escape, must be recognized - and managed", 7 ("There are also environmental trends that threaten to radically alter the planet, that threaten the lives of many species upon it. including the human species"), 103 ("The entire human family of nations would suffer from the disappearance of rain forests in the tropics, the loss of plant and animal species, and changes in rainfall patterns. Industrial nations face the life-threatening challenges of toxic chemicals, toxic wastes, and acidification. All nations may suffer from the releases by industrialized countries of carbon dioxide and of gases that react with the ozone layer, and from any future war fought with the nuclear arsenals controlled by those nations. All nations will have a role to play in changing trends, and in righting an international economic system that increases rather than decreases inequality, that increases rather than

e giustizia andrebbero interpretati non tanto come principi ispiratori di natura meramente etico-morale, quanto piuttosto come principi strategici e funzionali rispetto all'obiettivo ultimo di assicurare la prosperità e il futuro all'intero genere umano e garantire la pace e la sicurezza internazionale di lungo periodo⁷².

In questa prospettiva, essi assolvono ad una funzione di carattere sia descrittivo, sia prescrittivo. Da un lato, infatti, agevolano la comprensione e la ricostruzione (ovvero la *descrizione*) del concetto di Sviluppo sostenibile come modello di sviluppo alternativo e necessario, basato sulle menzionate questioni di giustizia inter- e intra- generazionale, chiaramente enucleate nel Rapporto Brundtland e riaffermate in successivi atti internazionali⁷³. Dall'altro lato, grazie alle successive specificazioni di tali principi, in particolare nella Dichiarazione di Rio del 1992, essi indicano, altresì, quale debba essere la posizione degli Stati rispetto a tali questioni.

Nello specifico, come affermato rispettivamente dai Principi 3, 4 e 5 della citata Dichiarazione: *“il diritto allo sviluppo deve essere attuato in modo tale da soddisfare equamente i bisogni ambientali e di sviluppo delle generazioni presenti e future”* (principio di equità intergenerazionale)⁷⁴; *“al fine di realizzare un modello di sviluppo sostenibile, la tutela dell'ambiente costituirà parte integrante del processo di sviluppo e non potrà essere considerata separatamente da esso”* (principio di integrazione)⁷⁵; *“tutti gli Stati e tutti i popoli devono cooperare per l'obiettivo essenziale di eliminare la povertà, quale requisito indispensabile per lo sviluppo sostenibile, al fine di ridurre le disparità tra i tenori di vita e soddisfare meglio i bisogni della maggioranza delle popolazioni del mondo”* (principio di equità intragenerazionale)⁷⁶. A ciò si aggiungono altri principi enunciati nella Dichiarazione,

decreases numbers of poor and hungry”), 104 (“The next few decades are crucial. The time has come to break out of past patterns”), 109 (“We are unanimous in our conviction that the security, well-being, and very survival of the planet depend on such changes, now”).

⁷² Risulta infatti del tutto evidente come il cambiamento climatico, il depauperamento delle risorse terrestri, l'inquinamento ambientale, la fame, la povertà e l'aumento delle disuguaglianze sociali possano scatenare crisi economiche, sociali, umanitarie e alimentare guerre e conflitti in tutto il Mondo. Come affermato nel Principio 25 della Dichiarazione di Rio, inoltre, *“Peace, development and environmental protection are interdependent and indivisible”*.

⁷³ Le citate problematiche di giustizia ambientale e sociale, alla base dei menzionati principi di equità, sono riaffermate e ridichiarate, in particolare, nell'Agenda 21, nella Dichiarazione di Johannesburg del 2002 e nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile.

⁷⁴ Cfr. Dichiarazione di Rio, cit., Principio 3: *“The right to development must be fulfilled so as to equitably meet developmental and environmental needs of present and future generations”*.

⁷⁵ Cfr. Dichiarazione di Rio, cit., Principio 4: *“In order to achieve sustainable development, environmental protection shall constitute an integral part of the development process and cannot be considered in isolation from it”*.

⁷⁶ Cfr. Dichiarazione di Rio, cit., Principio 5: *“All States and all people shall cooperate in the essential task of eradicating poverty as an indispensable requirement for sustainable development, in order to decrease the disparities in standards of living and better meet the needs of the majority of the people of the world”*.

come quello di priorità per i Paesi in via di sviluppo (Principio 6) e delle responsabilità comuni ma differenziate (Principio 7), di riduzione ed eliminazione dei modelli di produzione e consumo insostenibili (Principio 8), di cooperazione in ambito scientifico e tecnologico e in materia ambientale (Principi 9 e 12) e altri principi relativi al diritto internazionale dell'ambiente (Principi 10, 11, 13 – 19), alla cooperazione in materia economico-sociale e al mantenimento della pace (Principi 20 – 26), nonché, da ultimo, il principio di cooperazione e *partnership* per l'adempimento dei principi della Dichiarazione e per l'ulteriore sviluppo del diritto internazionale in materia di Sviluppo sostenibile (Principio 27). Al riguardo, è importante sottolineare come i citati Principi, ancorché contenuti in un atto di *soft-law*, risultino caratterizzati da un diverso grado di prescrittività, dal momento che alcuni sono stati formulati avvalendosi degli ausiliari forti “*must*” e “*shall*” (cfr. Principi 3, 4, 5, 6, 7, 10, 11, 13, 15, 17, 18, 19, 23, 24, 26, 27), mentre altri avvalendosi dell'ausiliare più debole “*should*” (cfr. Principi 8, 9, 12, 14, 16, 21, 22)⁷⁷.

Proseguendo nella descrizione del concetto in esame, come teorizzato nel Rapporto Brundtland, occorre, da ultimo, ribadire che lo stesso fu concepito sin dall'origine come “*processo di cambiamento in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale sono resi coerenti con bisogni futuri così come quelli presenti*”, e quindi come vero e proprio percorso di riforma riguardante l'intera Comunità internazionale. La Commissione Brundtland, infatti, non si limitò ad elaborare un modello di sviluppo alternativo a cui potersi ispirare, ma propose un vero e proprio “piano d'azione” per la sua concreta attuazione⁷⁸, indicando specifiche proposte di riforma istituzionale, da realizzare soprattutto a livello internazionale, ed esortando Stati, Organizzazioni internazionali e settore privato ad allinearsi a tale ambizioso, quanto necessario, obiettivo⁷⁹. Le proposte della Commissione

⁷⁷ Si rinvia al prosieguo della trattazione l'analisi del contenuto prescrittivo del concetto (*rectius*: del principio) dello Sviluppo sostenibile.

⁷⁸ L'insieme delle proposte è contenuta nella Terza parte del Rapporto, intitolata “*Common Endeavours*”, e in particolare al Capitolo 12 “*Towards Common Action: Proposals For institutional and Legal Change*”. Inoltre, nell'*Annexe 1*, la Commissione propose specifici principi giuridici per la protezione dell'ambiente e lo Sviluppo sostenibile.

⁷⁹ Cfr., in particolare, Rapporto Brundtland, cit., Chairman's Foreword: “*The Commission is addressing governments, directly and through their various agencies and ministries. The congregation of governments, gathered in the General Assembly of the United Nations, will be the main recipients of this report. The Commission is also addressing private enterprise, from the one-person business to the great multinational company with a total economic turnover greater than that of many nations, and with possibilities for bringing about far-reaching changes and improvements. But first and foremost our message is directed towards people, whose well being is the ultimate goal of all environment and development policies. In particular, the Commission is addressing the young. The world's teachers will have a crucial role to play in bringing this report to them*”.

prevedevano, in particolare, il rafforzamento della cooperazione internazionale e regionale per lo sviluppo e del ruolo di coordinamento delle Nazioni Unite, nonché l'elaborazione di principi e regole comuni e di specifici strumenti giuridici⁸⁰. Significativo, al riguardo, fu il monito secondo cui *“Environmental protection and sustainable development must be an integral part of the mandates of all agencies of governments, of international organizations, and of major private sector institutions. These must be made responsible and accountable for ensuring that their policies, programmes, and budgets encourage and support activities that are economically and ecologically sustainable both in the short and longer terms. They must be given a mandate to pursue their traditional goals in such a way that those goals are reinforced by a steady enhancement of the environmental resource base of their own national community and of the small planet we all share”*⁸¹. In tale contesto, il recente fenomeno della “Finanza sostenibile” rappresenta, dunque, una logica conseguenza del processo di cambiamento proposto, in cui il principio dell'integrazione tra dimensione economica, dimensione ambientale e dimensione sociale, sotteso al modello dello Sviluppo sostenibile, viene applicato nello specifico al settore finanziario⁸².

L'adozione del Rapporto Brundtland e del concetto di Sviluppo sostenibile da parte delle Nazioni Unite con la Risoluzione *“Our Common Future”* fu un atto di capitale importanza, che incise radicalmente sull'evoluzione della politica e del diritto internazionale negli anni seguenti. Nella Risoluzione, oltretutto, l'Assemblea Generale espresse importanti considerazioni relative al concetto di Sviluppo sostenibile proposto dalla Commissione: da una parte, si auspicò che lo stesso diventasse un vero e proprio “principio guida” per Stati, Nazioni Unite e settore privato (*“Believing that sustainable development, which implies meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs, should become a central guiding principle of the United Nations, Governments and private institutions, organizations and enterprises”*)⁸³; dall'altro lato, affermò l'importanza di riorientare le politiche nazionali e internazionali a supporto dello Sviluppo sostenibile (*“Convinced of the importance of a reorientation of national and international policies towards sustainable development patterns”*), qualificando la

⁸⁰ Le proposte della Commissione sono elencate nel Capitolo 12 del Rapporto. In particolare, le proposte furono divise tra i diversi livelli di *governance* (nazionale, regionale, internazionale e globale) e in sei *“priority areas: getting at the sources, dealing with the effects, assessing global risks, making informed choices, providing the legal means, and investing in our future”* (cfr. *Ivi*, punto 24). Per quanto riguarda i principi comuni, cfr. Rapporto Brundtland, Annexe I.

⁸¹ Rapporto Brundtland, cit., Capitolo 12, punto 17.

⁸² V. *infra* Capitolo II.

⁸³ Cfr. Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 42/187 *“Our Common Future”*, cit.

transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile come “bisogno imperativo” (“*the imperative need for making the transition towards sustainable development*”) e incentivando ogni soggetto e attore ad utilizzare a tal fine il Rapporto Brundtland (“*and calls upon all concerned to make full use in this regard of the report of the Commission*”)⁸⁴.

In seguito, l’esigenza di avviare tale percorso di riforma fu, poi, pienamente recepita dagli Stati in seno alla Conferenza di Rio del 1992, che nella omonima Dichiarazione affermarono, al Principio n. 27 sopra citato, “*States and people shall cooperate in good faith and in a spirit of partnership in the fulfilment of the principles embodied in this Declaration and in the further development of international law in the field of sustainable development*”, così favorendo la formazione di un vero e proprio “diritto internazionale in materia di Sviluppo sostenibile”, oltre i limiti della *soft-law* internazionale⁸⁵.

In conclusione, il Rapporto Brundtland e la Risoluzione *Our Common Future* inaugurarono una nuova e fondamentale stagione di significative riforme istituzionali e di fervente cooperazione internazionale in materia ambientale e sociale, che portò alla conclusione di molteplici trattati internazionali⁸⁶, nonché all’approvazione, nell’ambito dei successivi consessi internazionali, di dichiarazioni, piani d’azione, e altri atti rilevanti per la cooperazione in tema di Sviluppo sostenibile, in una parabola che si estende dalla Dichiarazione di Rio sopra citata sino all’Agenda 2030 di seguito esaminata. In tale arco temporale, il *concetto* espresso nel Rapporto poté consolidarsi, a tutti gli effetti, come *obiettivo* dell’intera Comunità internazionale e come *principio* internazionale, proprio come auspicato, rispettivamente, dal Rapporto (“*sustainable development should be seen as a global objective*”)⁸⁷ e dalla Risoluzione *Our Common Future* (“*sustainable development (...) should become a central guiding principle*”)⁸⁸.

⁸⁴ Cfr. *Ivi*.

⁸⁵ Sul punto, cfr. su tutti P. SANDS, *International Law in the Field of Sustainable Development*, cit.

⁸⁶ A partire dalle tre *Framework Conventions* adottate in seno alla Conferenza di Rio del 1992, vale a dire: (i) la “*United Nations Framework Convention on Climate Change*” (UNFCCC), ratificata da 197 Stati; (ii) la “*United Nations Convention on Biological Diversity*”, ratificata da 196 Stati; e la (iii) “*United Nations Convention to Combat Desertification*”, ratificata da 197 Stati.

⁸⁷ Cfr. Rapporto Brundtland, cit., Capitolo 12, punto 51.

⁸⁸ Cfr. Risoluzione *Our Common Future* n. 42/187, cit.

§ 4. La posizione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo della Comunità internazionale alla luce dell'Agenda 2030 e dei 17 *Sustainable Development Goals*.

Ad oggi, non c'è alcun dubbio che lo Sviluppo sostenibile costituisca un vero e proprio obiettivo per l'intera Comunità internazionale. Come espressamente riconosciuto nel 2002 dalla INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION, “*sustainable development is now widely accepted as a global objective and [that] the concept has been amply recognized in various international and national legal instruments, including treaty law and jurisprudence at international and national levels*”⁸⁹. In particolare, il formale riconoscimento dell'obiettivo dello Sviluppo sostenibile è contenuto sia in dichiarazioni e in altri atti di *soft-law* internazionale⁹⁰, sia in trattati multilaterali⁹¹, sia in alcune sentenze internazionali⁹², e risulta, in generale, dall'ampio consenso formatosi sul punto nella prassi internazionale (cfr. al riguardo l'Appendice I).

La qualificazione dello Sviluppo sostenibile come *obiettivo*, e non già solamente come *concetto*, comporta significative conseguenze nella prospettiva giuridica internazionale, poiché introduce un orizzonte di *dover essere*, di natura programmatica, che è logicamente produttivo di effetti giuridici⁹³. Tale diversa qualificazione, peraltro, si situa alla base del nuovo orientamento giurisprudenziale della CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA reso nell'ambito del caso *Pulp Mills* (2010), che ha superato quello precedentemente espresso nella controversia *Gabčíkovo-Nagymaros* (1997) sopra citata. In *Gabčíkovo-Nagymaros*, la Corte ritenne di inquadrare lo Sviluppo sostenibile come un “*concetto*” che esprime “*il bisogno di riconciliare lo sviluppo economico con la protezione dell'ambiente*”, ma non

⁸⁹ Cfr. ILA, *ILA New Delhi Declaration*, cit., Preambolo. Per un commento su tale documento, cfr. in particolare N. Schrijver, *ILA New Delhi Declaration of Principles of International Law Relating to Sustainable Development*, in *Netherlands International Law Review*, 49(2), 2012, pp. 299-305.

⁹⁰ Tra i principali atti internazionali in cui vi è l'espressa ed esplicita menzione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo (o insieme di obiettivi) emergono, in particolare, la Dichiarazione di Johannesburg e l'Agenda 2030. In tutti gli altri atti relativi allo Sviluppo sostenibile, la posizione di quest'ultimo come obiettivo è implicita, ma risulta chiaramente dall'interpretazione del suo contenuto, come, ad esempio, nel caso della Dichiarazione di Rio. Cfr. al riguardo l'Appendice I.

⁹¹ Tra i principali trattati in cui vi è l'espressa ed esplicita menzione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo viene in rilievo, in particolare, il Trattato istitutivo dell'OMC (cfr. Preambolo: “*allowing for the optimal use of the world's resources in accordance with the objective of sustainable development*”). In numerosi altri trattati, il riferimento è implicito, ma risulta chiaramente dall'interpretazione testuale. Cfr. sul punto l'Appendice I, punto I.

⁹² Cfr. in particolare CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning Pulp Mills on the River Uruguay*, Judgment, cit., par. 177: “*the need to strike a balance between the use of the waters and the protection of the river consistent with the objective of sustainable development*”.

⁹³ Sulla natura, sull'efficacia e sulla portata di tali effetti giuridici, cfr. il successivo paragrafo § 5.

trasse da ciò alcuna particolare conseguenza giuridica⁹⁴; ciò, come visto, contrariamente a quanto argomentato dal Giudice WEERAMANTRY nella sua *Separate opinion*, secondo cui lo Sviluppo sostenibile andasse ricostruito come un vero e proprio principio giuridico internazionale. Nel caso *Pulp-Mills*, invece, la Corte, pur astenendosi nuovamente dal qualificare lo Sviluppo sostenibile come principio⁹⁵, riconobbe quest'ultimo come un vero e proprio "obiettivo" da cui derivasse, nel caso concreto, l'obbligo per gli Stati di riequilibrare sviluppo economico e protezione ambientale (nella fattispecie: lo sfruttamento delle acque e la protezione del fiume)⁹⁶. Dal punto di vista logico-giuridico, tale cambio di prospettiva si può spiegare nel seguente modo: come mero "concetto" definito sulla base di considerazioni di equità e tramite atti e principi di *soft-law*, lo Sviluppo sostenibile non enuncia di per sé alcuna regola di condotta vincolante applicabile agli Stati; tuttavia, come valido "obiettivo" internazionale, lo stesso impone necessariamente e logicamente agli Stati di porre in essere comportamenti che siano funzionali alla sua realizzazione, allorché sorgano specifiche controversie in merito al rapporto tra tutela dello sviluppo economico e tutela dell'ambiente, che richiedono un apposito ribilanciamento. Come sarà meglio argomentato nel successivo paragrafo con riferimento alle diverse opinioni dottrinali in materia, la normatività dello Sviluppo sostenibile è strettamente connessa alla posizione e al riconoscimento di quest'ultimo come valido obiettivo della Comunità internazionale.

Invero, lo Sviluppo sostenibile può essere inteso sia come obiettivo unico e unitario, che coincide con il "modello di sviluppo" e il conseguente "processo di cambiamento" sopra richiamati, sia come insieme di più specifici e particolari obiettivi di natura climatico-ambientale (ad esempio: uso sostenibile delle risorse, riduzione dell'inquinamento, contrasto ai cambiamenti climatici) ed economico-sociale (ad esempio: lotta alla fame e alla povertà, tutela dei diritti umani, riduzione delle diseguaglianze sociali). In tale contesto, vengono in rilievo gli obiettivi di Sviluppo sostenibile dettagliati nella Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/1 del 25 Settembre 2015 "*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*" (Agenda 2030).

⁹⁴ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project*, Judgment, cit., par. 140.

⁹⁵ Anche in tal caso, la ricostruzione dello Sviluppo sostenibile come principio giuridico internazionale fu sostenuta in una *Separate opinion*, redatta dal Giudice CANÇADO TRINDADE. Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning Pulp Mills on the River Uruguay*, cit., *Separate Opinion of Judge Cançado Trindade*.

⁹⁶ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning Pulp Mills on the River Uruguay*, Judgment, cit., par. 177: "Regarding Article 27, it is the view of the Court that its formulation reflects not only the need to reconcile the varied interests of riparian States in a transboundary context and in particular in the use of a shared natural resource, but also the need to strike a balance between the use of the waters and the protection of the river consistent with the objective of sustainable development".

Trattasi, quest'ultima, di un atto politico-normativo internazionale con cui gli Stati, nel definire un'agenda universale a supporto dello Sviluppo sostenibile, hanno stabilito i 17 "Sustainable Development Goals" (SDGs) – a loro volta articolati in 169 *targets* – che gli stessi Stati, unitamente alle Nazioni Unite, all'intero settore pubblico e al settore privato sono chiamati a realizzare⁹⁷. Al riguardo, occorre distinguere tra la posizione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo unitario della Comunità internazionale, che trova fondamento nella prassi internazionale e, quindi, nel diritto internazionale generale, dalla definizione dei 17 SDGs, che sono individuati tramite uno specifico atto dell'Assemblea Generale⁹⁸. A tal fine, occorre analizzare più nel dettaglio tale fondamentale documento.

L'Agenda 2030 rappresenta l'ultimo punto di approdo del dibattito e della cooperazione tra Stati e Organizzazioni internazionali sullo Sviluppo sostenibile. La Risoluzione, infatti, si pone come un'agenda politica "universale" "di portata e rilevanza senza precedenti", "accettata ed applicata da tutti gli Stati", che pone obiettivi di Sviluppo sostenibile "universali, interconnessi e indivisibili", funzionali a "trasformare il mondo in cui viviamo"⁹⁹. Sul punto, peraltro, l'Agenda afferma chiaramente la necessità di apportare cambiamenti sostanziali al "modo in cui la nostra società produce e consuma beni e servizi",

⁹⁷ Cfr. Agenda 2030, cit., punti 55 ("The SDGs and targets are integrated and indivisible, global in nature and universally applicable") e 39 ("The scale and ambition of the new Agenda requires a revitalized Global Partnership to ensure its implementation (...) It will facilitate an intensive global engagement in support of implementation of all the Goals and targets, bringing together Governments, the private sector, civil society, the United Nations system and other actors and mobilizing all available resources").

⁹⁸ Sulla natura di *soft-law*, e quindi non meramente politico-esortativa, di alcune delle disposizioni dell'Agenda 2030, in specie quelle riferibili agli SDG, cfr. tra gli altri M. MONTINI, *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, cit.; A. PERSSON, N. WEITZ, M. NILSSON, *Follow-up and review of the Sustainable Development Goals: alignment vs. internalization*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 25(1), 2016, pp. 59-60; R.E. KIM, *The Nexus between International Law and the Sustainable Development Goals*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 25(1), 2016, p. 16; W. SCHOLTZ, M. BARNARD, *The Environment and the Sustainable Development Goals: 'We are on a Road to Nowhere'*, in D. FRENCH, L. J. KOTZÉ, *Sustainable Development Goals. Law, Theory and Implementation*, Cheltenham, 2018, pp. 227-230. Cfr. sul punto, in generale, D. FRENCH, L. J. KOTZÉ (ed.), *Sustainable Development Goals. Law, Theory and Implementation*, cit. Per una diversa interpretazione, cfr. D. FRENCH, *The Global Goals: Formalism Foregone, Contested Legality and "Re-Imaginations of International Law"*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017, pp. 164-165.

⁹⁹ Cfr. Agenda 2030, cit., Preambolo ("This Agenda is a plan of action for people, planet and prosperity (...) All countries and all stakeholders, acting in collaborative partnership, will implement this plan. We are resolved to free the human race from the tyranny of poverty and want and to heal and secure our planet. We are determined to take the bold and transformative steps which are urgently needed to shift the world onto a sustainable and resilient path"), nonché punti 5 ("This is an Agenda of unprecedented scope and significance. It is accepted by all countries and is applicable to all, taking into account different national realities, capacities and levels of development and respecting national policies and priorities. These are universal goals and targets which involve the entire world, developed and developing countries alike. They are integrated and indivisible and balance the three dimensions of sustainable development"), 18 ("Never before have world leaders pledged common action and endeavour across such a broad and universal policy agenda") e 91 ("We reaffirm our unwavering commitment to achieving this Agenda and utilizing it to the full to transform our world for the better by 2030").

esortando gli Stati, nonché le Organizzazioni internazionali e gli attori economici, ad agire di conseguenza¹⁰⁰, nel quadro di una dichiarata “*call for action to change our world*”¹⁰¹.

L’Agenda, pur ‘impegnando’ gli Stati alla sua effettiva attuazione¹⁰², ha portata generale ed universale e vuole fungere da comune riferimento per ogni iniziativa, progetto o attività in materia di Sviluppo sostenibile, anche proveniente dal settore privato¹⁰³. Si tratta, dunque, di un atto di direzione, programmazione e coordinamento politico internazionale, che si fonda sul diritto internazionale consuetudinario, pattizio e di *soft-law* in materia di Sviluppo sostenibile¹⁰⁴, ma che vuole rappresentare un fondamentale punto di svolta per il conseguimento di tale obiettivo¹⁰⁵, segnata attraverso la specificazione dei vari *goals* da realizzare e il rilancio di una “*global partnership for sustainable development*” estesa sia al settore pubblico, sia al settore privato¹⁰⁶. L’Agenda prevede, inoltre, appositi “*means of implementation*” – ulteriormente specificati nell’Addis Ababa Action Agenda, che è parte integrante dell’Agenda 2030¹⁰⁷ – per la realizzazione degli SDGs e stabilisce alcuni principi-guida per una sistematica “*follow-up and review*” a livello nazionale, regionale e globale per

¹⁰⁰ Cfr. Agenda 2030, cit., punto 28: “*We commit to making fundamental changes in the way that our societies produce and consume goods and services. Governments, international organizations, the business sector and other non-state actors and individuals must contribute to changing unsustainable consumption and production patterns, including through the mobilization, from all sources, of financial and technical assistance to strengthen developing countries’ scientific, technological and innovative capacities to move towards more sustainable patterns of consumption and production*”.

¹⁰¹ Tale è il sottotitolo dell’Agenda che riunisce i punti da 49 a 59.

¹⁰² Cfr. Agenda 2030, cit., *passim* e in particolare Preambolo, punti 1-5, 7, 18, 21, 28, 39, 53, 91. L’Agenda consiste, infatti, in una dichiarazione firmata da 193 Stati (cfr. punto 1: “*We, the Heads of State and Government and High Representatives, meeting at the United Nations Headquarters in New York from 25-27 September 2015 (..) have decided today on new global Sustainable Development Goals*”).

¹⁰³ Cfr. Agenda 2030, cit., in particolare punto 55. Ad oggi, è pratica comune richiamare gli SDGs rilevanti nell’ambito delle varie iniziative politiche, economiche o sociali in tema di Sviluppo sostenibile non solo per Stati e Organizzazioni internazionali, ma anche per il settore privato.

¹⁰⁴ Cfr. Agenda 2030, cit., punti 11 (“*The new Agenda is guided by the purposes and principles of the Charter of the United Nations, including full respect for international law. It is grounded in the Universal Declaration of Human Rights, international human rights treaties, the Millennium Declaration and the 2005 World Summit Outcome. It is informed by other instruments*”) e 18 (“*we reaffirm our commitment to international law and emphasize that the Agenda is to be implemented in a manner that is consistent with the rights and obligations of States under international law*”).

¹⁰⁵ La portata profondamente trasformativa dell’Agenda permea tutto il testo della Risoluzione e risulta esplicitamente da numerose disposizioni (cfr. *inter alia* punto 18: “*Never before have world leaders pledged common action and endeavour across such a broad and universal policy agenda. We are setting out together on the path towards sustainable development, devoting ourselves collectively to the pursuit of global development and of “win-win” cooperation which can bring huge gains to all countries and all parts of the world*”).

¹⁰⁶ Tale “*global partnership*” è l’oggetto del SDG n. 17 analizzato *infra*.

¹⁰⁷ L’Addis Ababa Action Agenda (“*Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development*”) è un documento adottato il 15 Luglio 2015 in seno alla Terza Conferenza Internazionale sul Finanziamento allo Sviluppo e approvato dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 69/313 del 27 Luglio 2015, UN Doc. A/RES/69/313. Tale documento è considerato parte integrante dell’Agenda 2030 (cfr. Agenda 2030, punto 40).

valutare i progressi effettuati e raggiungere un migliore coordinamento ad ogni livello di *governance*.

I 17 SDGs hanno ad oggetto, rispettivamente, i seguenti temi economici, sociali e ambientali: 1) povertà; 2) fame; 3) salute; 4) istruzione; 5) parità di genere; 6) acqua e igiene; 7) energia rinnovabile; 8) occupazione e crescita economica; 9) innovazione e infrastrutture; 10) diseguaglianze sociali; 11) città sostenibili; 12) utilizzo responsabile delle risorse; 13) cambiamento climatico; 14) utilizzo sostenibile del mare; 15) utilizzo sostenibile della terra; 16) pace e giustizia; 17) partnership globale¹⁰⁸. Gli SDGs sono concepiti come obiettivi universali, interconnessi, integrati e indivisibili, che bilanciano le tre dimensioni dello Sviluppo sostenibile¹⁰⁹ e sono funzionali a stimolare e coordinare gli interventi e le iniziative in materia da parte di tutti i soggetti e gli attori coinvolti¹¹⁰; essi, inoltre, sono formulati in termini propriamente adempitivi, in quanto presuppongono logicamente e normativamente il loro adempimento da parte di Stati e Organizzazioni internazionali¹¹¹.

Gli SDGs rappresentano, dunque, un propulsore strategico entro il complesso percorso di riforma intrapreso dalle Nazioni Unite nel quadro della cooperazione, del coordinamento e della programmazione politica internazionale a lungo termine a supporto dello Sviluppo sostenibile; pur assumendo una valenza prettamente politica e di *soft-law*, tuttavia, gli SDGs possono fungere da base giuridica di riferimento per ogni iniziativa in materia di Sviluppo sostenibile e possono, altresì, contribuire al consolidamento dello Sviluppo sostenibile nel

¹⁰⁸ I 17 SDGs sono i seguenti: “1) *sconfiggere la povertà: porre fine alla povertà in tutte le sue forme, ovunque*; 2) *sconfiggere la fame: porre fine alla fame, garantire la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile*; 3) *buona salute: garantire una vita sana e promuovere il benessere di tutti a tutte le età*; 4) *istruzione di qualità: garantire a tutti un'istruzione inclusiva e promuovere opportunità di apprendimento permanente eque e di qualità*; 5) *parità di genere: raggiungere la parità di genere attraverso l'emancipazione delle donne e delle ragazze*; 6) *acqua pulita e servizi igienico-sanitari: garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile di acqua e servizi igienico-sanitari*; 7) *energia rinnovabile e accessibile: assicurare la disponibilità di servizi energetici accessibili, affidabili, sostenibili e moderni per tutti*; 8) *buona occupazione e crescita economica: promuovere una crescita economica inclusiva, sostenuta e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva e un lavoro dignitoso per tutti*; 9) *innovazione e infrastrutture: costruire infrastrutture solide, promuovere l'industrializzazione inclusiva e sostenibile e favorire l'innovazione*; 10) *ridurre le disuguaglianze: ridurre le disuguaglianze all'interno e tra i paesi*; 11) *città e comunità sostenibili: creare città sostenibili e insediamenti umani che siano inclusivi, sicuri e solidi*; 12) *utilizzo responsabile delle risorse: garantire modelli di consumo e produzione sostenibili*; 13) *lotta contro il cambiamento climatico: adottare misure urgenti per combattere il cambiamento climatico e le sue conseguenze*; 14) *utilizzo sostenibile del mare: conservare e utilizzare in modo sostenibile gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile*; 15) *utilizzo sostenibile della terra: proteggere, ristabilire e promuovere l'utilizzo sostenibile degli ecosistemi terrestri, gestire le foreste in modo sostenibile, combattere la desertificazione, bloccare e invertire il degrado del suolo e arrestare la perdita di biodiversità*; 16) *pace e giustizia: Promuovere società pacifiche e solidali per lo sviluppo sostenibile, garantire l'accesso alla giustizia per tutti e costruire istituzioni efficaci, responsabili e solidali a tutti i livelli*; 17) *Partnership per gli obiettivi: rafforzare le modalità di attuazione e rilanciare il partenariato globale per lo sviluppo sostenibile*”. Cfr. Agenda 2030.

¹⁰⁹ Cfr. Agenda 2030, cit., in particolare Preambolo e punti 2 e 5.

¹¹⁰ Cfr. Agenda 2030, cit., Preambolo.

¹¹¹ Cfr. M. MONTINI, *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, cit.

diritto internazionale generale, incidendo in maniera determinante sull'evoluzione della prassi internazionale da parte di Stati e Organizzazioni internazionali.

In tale contesto, giova soffermarsi sull'obiettivo n. 17, rubricato "*Strengthen the means of implementation and revitalize the global partnership for sustainable development*", e in particolare sul concetto di "*Global Partnership for Sustainable Development*", già enunciato nell'ambito dell'Agenda 21, e sui menzionati "*means of implementation*".

Sotto il primo profilo, si evidenzia come quest'ultima abbia ripreso, ma significativamente aggiornato il concetto di "*global partnership*" espresso nell'Agenda 21, inteso come forma rafforzata di cooperazione internazionale basata sulla solidarietà, sul principio delle responsabilità comuni ma differenziate e su di un continuo e costruttivo dialogo tra gli Stati¹¹². Nell'Agenda 2030, infatti, tale *partnership* globale viene esplicitamente estesa, ben oltre la dimensione intergovernativa evidenziata nell'Agenda 21, non solo all'intero settore pubblico, e quindi a Governi, Parlamenti, Nazioni Unite, istituzioni internazionali, autorità locali, ma anche al settore economico privato, alle popolazioni indigene, alla società civile, alla comunità scientifica e accademica e agli individui¹¹³. Nel disegno politico dell'Assemblea Generale, detta *partnership* globale "rivitalizzata" vuole creare profonde sinergie tra tutti i soggetti e gli attori coinvolti e in particolare tra settore pubblico e settore privato, anche tramite la promozione di apposite "*multi-stakeholder partnership*", al dichiarato fine di mobilitare ogni risorsa disponibile per lo Sviluppo sostenibile¹¹⁴. Sul punto, in particolare, i *target* 16 e 17 del citato

¹¹² Cfr. Agenda 21, cit., punto 2.1: "*In order to meet the challenges of environment and development, States have decided to establish a new global partnership. This partnership commits all States to engage in a continuous and constructive dialogue, inspired by the need to achieve a more efficient and equitable world economy, keeping in view the increasing interdependence of the community of nations and that sustainable development should become a priority item on the agenda of the international community. It is recognized that, for the success of this new partnership, it is important to overcome confrontation and to foster a climate of genuine cooperation and solidarity. It is equally important to strengthen national and international policies and multinational cooperation to adapt to the new realities*".

¹¹³ Cfr. Agenda 2030, cit., punto 52: "*'We the Peoples' are the celebrated opening words of the UN Charter. It is 'We the Peoples' who are embarking today on the road to 2030. Our journey will involve Governments as well as Parliaments, the UN system and other international institutions, local authorities, indigenous peoples, civil society, business and the private sector, the scientific and academic community – and all people. Millions have already engaged with, and will own, this Agenda. It is an Agenda of the people, by the people, and for the people – and this, we believe, will ensure its success*". Cfr. anche punti 39 e 60 ss.

¹¹⁴ Cfr. Agenda, cit., punti 39 ("*The scale and ambition of the new Agenda requires a revitalized Global Partnership to ensure its implementation. We fully commit to this. This Partnership will work in a spirit of global solidarity, in particular solidarity with the poorest and with people in vulnerable situations. It will facilitate an intensive global engagement in support of implementation of all the Goals and targets, bringing together Governments, the private sector, civil society, the United Nations system and other actors and mobilizing all available resources*"), 60 ("*We recognize that we will not be able to achieve our ambitious Goals and targets without a revitalized and enhanced Global Partnership and comparably ambitious means of implementation. The revitalized Global Partnership will facilitate an intensive global engagement in support of implementation of all the goals and targets, bringing together Governments, civil society, the private sector,*

diciassettesimo SDG prevedono, rispettivamente, l'obiettivo di “*Enhance the global partnership for sustainable development, complemented by multi-stakeholder partnerships that mobilize and share knowledge, expertise, technology and financial resources, to support the achievement of the sustainable development goals in all countries, in particular developing countries*” e di “*Encourage and promote effective public, public-private and civil society partnerships, building on the experience and resourcing strategies of partnerships*”¹¹⁵.

Appare, dunque, assai significativo che il rafforzamento e il rilancio di siffatta “*Global Partnership for Sustainable Development*”, che incoraggia, come detto, il diretto coinvolgimento di imprese e attori privati nell'attuazione dell'Agenda e la creazione di *multi-stakeholder partnership*, sia stato non solo espressamente dichiarato, ma anche posto come obiettivo di Sviluppo sostenibile a sé stante. Come si dirà nel prosieguo, le iniziative assunte a tal fine da soggetti privati, che sono peraltro cresciute in maniera esponenziale dopo l'approvazione dell'Agenda, si stanno rivelando decisive e cruciali soprattutto con riferimento al rapporto tra settore finanziario e Sviluppo sostenibile e al fenomeno della “Finanza sostenibile”, che proprio negli anni successivi all'approvazione dell'Agenda sono divenuti temi di ampia discussione a livello globale.

Sotto il secondo profilo citato, relativo ai “*means of implementation*” dell'Agenda 2030, che sono equiparati quanto ad importanza ai 17 SDGs e ai 169 *targets*¹¹⁶, occorre soffermarsi, in particolare, sull'Addis Ababa Action Agenda. L'obiettivo di tale documento (che, come detto, è parte integrante dell'Agenda 2030 e ne specifica i mezzi di implementazione¹¹⁷) è di creare una “*global framework*” contenente molteplici *commitments* e principi programmatici per il finanziamento dello sviluppo. Questi ultimi sono suddivisi in sette specifiche “*action areas*”: A) *domestic public resources*; B) *domestic and international private business and finance*; C) *international development and cooperation*; D) *international trade as an engine for development*; E) *debt and debt sustainability*; F)

the United Nations system and other actors and mobilizing all available resources”) e 62 (“*This Agenda, including the SDGs, can be met within the framework of a revitalized global partnership for sustainable development, supported by the concrete policies and actions outlined in the Addis Ababa Action Agenda, which is an integral part of the 2030 Agenda for sustainable development. The Addis Ababa Action Agenda supports, complements and helps contextualize the 2030 Agenda's means of implementation targets. These relate to domestic public resources, domestic and international private business and finance, international development cooperation, international trade as an engine for development, debt and debt sustainability, addressing systemic issues and science, technology, innovation and capacity-building, and data, monitoring and follow-up*”).

¹¹⁵ Cfr. Agenda 2030, cit., Goal 17.16 e 17.17.

¹¹⁶ Cfr. Agenda 2030, cit., punto 61.

¹¹⁷ Cfr. Agenda 2030, cit., punto 62.

addressing systemic issues; G) *science, technology, innovation and capacity-building*; le quali sono seguite da disposizioni relative alla raccolta di dati, al monitoraggio dei progressi e alla *follow-up*. In merito al rapporto pubblico-privato e con riferimento agli aspetti finanziari, rilevanti ai fini della presente ricerca, nel citato documento vengono enfatizzati, in particolare: il ruolo degli attori privati nel finanziare lo Sviluppo sostenibile, sia tramite investimenti esteri diretti, sia tramite i mercati e i servizi finanziari¹¹⁸; l'importanza delle *multi-stakeholder partnership* per mobilizzare tali flussi finanziari e promuovere l'innovazione¹¹⁹; l'opportunità di promuovere adeguate politiche regolatorie per allineare gli incentivi del settore privato con gli obiettivi di *public-policy*, supportando a tal fine le iniziative, anche normative, provenienti dal mercato, favorendo l'armonizzazione delle discipline e creando e rafforzando i relativi meccanismi di *compliance* ed *enforcement*¹²⁰.

L'inclusione dell'Addis Ababa Action Agenda nell'Agenda 2030 assume, dunque, particolare rilievo nel quadro della programmazione politica internazionale voluta dall'Assemblea Generale, in quanto specifica gli aspetti procedurali ("*means of implementation*" e "*global partnership*") dell'Agenda medesima, che integrano essi stessi uno specifico obiettivo di Sviluppo sostenibile. Nel loro complesso, tutti i 17 SDG risultano strumentali e funzionali alla realizzazione dell'obiettivo unitario dello Sviluppo sostenibile, quale obiettivo rilevante nel quadro del diritto internazionale pubblico; rispetto ad esso, gli SDG si pongono come una sorta di specificazione e di traduzione politica, in chiave strategica e programmatica, che potrà incidere in maniera assai significativa sulla prassi e sulla *governance* internazionale dello Sviluppo sostenibile, così innovando e riformando progressivamente l'ordinamento.

¹¹⁸ Cfr. Addis Ababa Action Agenda, cit., Action Area B), in particolare punti 35 e 36. La necessità di coinvolgere attivamente il settore privato nel finanziamento dello Sviluppo sostenibile e delle politiche nazionali e internazionali di sviluppo è chiaramente delineata nel cosiddetto "Monterrey Consensus", il documento approvato all'esito della prima "International Conference on Financing for Development", tenutasi a Monterrey, in Messico, nel 2002, di cui l'Addis Ababa Action Agenda rappresenta l'ultimo sviluppo e aggiornamento (cfr. *Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development*, in NAZIONI UNITE, *Report of the International Conference on Financing for Development, Monterrey, Mexico, 18-22 March 2002*, 2002, UN Doc. A/CONF.198/11).

¹¹⁹ Cfr. Addis Ababa Action Agenda, cit., in particolare punto 10.

¹²⁰ Cfr. Addis Ababa Action Agenda, cit., Action Area B), in particolare punti 36, 37, 38: "*We will develop policies and, where appropriate, strengthen regulatory frameworks to better align private sector incentives with public goals, including incentivizing the private sector to adopt sustainable practices, and foster long-term quality investment. (...) We will continue to promote and create enabling domestic and international conditions for inclusive and sustainable private sector investment, with transparent and stable rules and standards and free and fair competition, conducive to achieving national development policies (...) We will promote sustainable corporate practices, including integrating environmental, social and governance factors into company reporting as appropriate, with countries deciding on the appropriate balance of voluntary and mandatory rules (...) We will promote sustainable corporate practices, including integrating environmental, social and governance factors into company reporting as appropriate, with countries deciding on the appropriate balance of voluntary and mandatory rules*".

§ 5. La dibattuta natura giuridica del principio dello Sviluppo sostenibile tra valenza meramente politica, *soft-law* e diritto internazionale generale.

La pacifica ricostruzione dello Sviluppo sostenibile come *concetto* e come *obiettivo* internazionalmente rilevante apre la strada a molteplici possibili interpretazioni in merito alla natura, all'efficacia e al contenuto giuridico dello Sviluppo sostenibile nel quadro del diritto internazionale pubblico. In dottrina, la questione della qualificazione dello Sviluppo sostenibile è tuttora particolarmente controversa: mentre si riscontrano molteplici, ma assai differenti interpretazioni, “[a] majority of legal writers deliberately keep silent on this question”¹²¹. Prima di essere esaminata, tale questione deve essere adeguatamente circoscritta.

Lo Sviluppo sostenibile, infatti, è pressoché unanimemente riconosciuto come concetto che include una *pluralità di norme e principi*, dalla diversa natura ed efficacia, rilevanti soprattutto nell'ambito del diritto internazionale dell'ambiente, nonché in materia di cooperazione internazionale, diritti umani e diritto allo sviluppo¹²². A seconda dei casi, tali norme e principi possono essere qualificati come mera *soft-law* oppure come norme e principi di diritto internazionale generale o convenzionale, nelle ipotesi in cui essi abbiano portato alla formazione o comunque risultino espressione di una consuetudine internazionale ovvero trovino fondamento o siano stati successivamente recepiti in trattati internazionali¹²³. Com'è noto, infatti, gli atti di *soft-law* internazionale, essendo in grado di orientare la condotta degli Stati, possono portare alla formazione sia di prassi internazionali assistite da una crescente *opinio juris*, sia di espresse disposizioni normative contenute in trattati internazionali, nonché specificare e contestualizzare le norme e i principi di diritto internazionale generale e convenzionale.

¹²¹ Cfr. U. BEYERLIN, *Sustainable Development*, 2013, in R. WOLFRUM (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online ed.), p. 5.

¹²² Deve ritenersi che, nonostante l'ampia diversità di opinioni circa il concetto di Sviluppo sostenibile, lo stesso sia riconosciuto pressoché da tutti gli studiosi come concetto comprensivo di varie norme e principi, di cui alcuni formulati *ad hoc* ed altri già appartenenti al diritto internazionale generale, che riguardano il diritto internazionale dell'ambiente, i diritti umani e della cooperazione internazionale. Si rimanda, sul punto, alla bibliografia citata *supra* 47. Cfr. in particolare M. MONTINI, *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, cit., p. 9: “L'unico tratto comune alle diverse opinioni in materia è rappresentato dal fatto che tutti gli autori che si sono occupati della questione concordano sul fatto che il principio non debba essere considerato come un singolo principio giuridico, bensì come un insieme di principi, di natura sia sostanziale che procedurale, caratterizzati da diversi gradi e differenti livelli di rilevanza giuridica”.

¹²³ Come precisato da FOCARELLI, “questi principi non corrispondono al diritto internazionale generale, a meno che non siano specificazioni dei principi (...) di diritto internazionale consuetudinario, e non sono vincolanti se non previsti da trattati. Possono tuttavia fornire indicazioni per la specificazione di norme presenti e future e direttive di politica ambientale globale da attuare mediante ulteriori trattati o la legislazione nazionale” (cfr. C. FOCARELLI, *Economia globale e diritto internazionale*, cit., p. 54).

Tale ricostruzione, tuttavia, non presenta particolari profili di originalità, risultando, infatti, insita nella natura stessa dello Sviluppo sostenibile come concetto-obiettivo che è stato declinato dagli Stati, attraverso dichiarazioni e altri strumenti giuridici, in vari e più specifici principi, *in primis* i 27 Principi di cui alla Dichiarazione di Rio sopra brevemente riepilogata¹²⁴. In tal senso, peraltro, si è espressa l'INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION, che nella citata Dichiarazione del 2002 ha ricostruito lo Sviluppo sostenibile come insieme di 7 principi, e precisamente: 1) il dovere degli Stati di garantire l'uso sostenibile delle risorse naturali; 2) il principio di equità e di sradicamento della povertà; 3) il principio delle responsabilità comuni ma differenziate; 4) il principio di prevenzione e precauzione; 5) il principio di partecipazione e di accesso alle informazioni e alla giustizia; 6) il principio di *good governance*; 7) il principio di integrazione e di interrelazione¹²⁵. Come verificato dalla stessa ILA in un successivo *report* del 2012, solo alcuni di questi principi risultano ormai consolidati o in via di consolidazione come norme di diritto internazionale generale¹²⁶.

Anche la CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, nel caso *Gabčíkovo-Nagymaros*, ha dichiarato, nel passaggio relativo allo Sviluppo sostenibile, che “*new norms and standards have been developed, set forth in a great number of instruments during the last two decades. Such new norms have to be taken into consideration, and such new standards given proper weight, not only when States contemplate new activities but also when continuing with activities begun in the past. This need to reconcile economic development with protection of the environment is aptly expressed in the concept of sustainable development*”¹²⁷.

In tale contesto, giova, inoltre, ricordare la posizione espressa da CORDONNIER-SEGGER, secondo cui lo Sviluppo sostenibile identifica un'area emergente del diritto internazionale, composta da una molteplicità di norme e principi di natura sia sostanziale, sia procedurale, a cavallo tra *soft-law* e diritto internazionale generale, che trova fondamento nel Principio 27 della Dichiarazione di Rio sopra citato, secondo cui, lo si ribadisce, “*States and people shall cooperate in good faith and in a spirit of partnership in the fulfilment of the principles embodied in this Declaration and in the further development of international law in the field of sustainable development*”.

¹²⁴ Tra questi, vengono in rilievo, come detto, il principio di equità intergenerazionale (Principio 3), il principio di integrazione tra protezione ambientale e sviluppo economico (Principio 4), il principio di cooperazione contro la povertà ovvero di equità intragenerazionale (Principio 5), il principio di *global partnership* e delle responsabilità comuni ma differenziate (Principio 7), il principio di cooperazione e buona fede per l'ulteriore sviluppo del diritto internazionale in materia di Sviluppo sostenibile (Principio 27).

¹²⁵ Cfr. ILA, *ILA New Delhi Declaration*, cit.

¹²⁶ Cfr. ILA, *Sofia Conference (2012) International Law on Sustainable Development. Final Report*, cit.

¹²⁷ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project*, Judgment, cit., par. 141.

Tralasciando il dibattito sulle singole norme e sui singoli principi, occorre soffermarsi sulla ben più interessante ricostruzione dello Sviluppo sostenibile come *principio giuridico*, al singolare, dell'ordinamento internazionale, derivante dalla posizione del medesimo come obiettivo della Comunità internazionale. In altri termini, bisogna chiedersi se lo Sviluppo sostenibile esista, oltre che come *concetto*, *obiettivo* e insieme di norme e principi, anche come *principio giuridico* *se stante*, benché a sua volta declinati in ulteriori specifici principi, vale a dire come autonoma prescrizione normativa, pur dal contenuto molto ampio e generico, e, nel caso, quale sia la sua efficacia giuridica e il suo contenuto normativo¹²⁸.

Secondo alcuni Autori¹²⁹, la risposta a tale quesito è assolutamente negativa: lo Sviluppo sostenibile non è altro che un concetto politico, di per sé privo di carattere prescrittivo e di rilevanza giuridica, non solo perché contenuto in atti non vincolanti, ma anche e soprattutto in considerazione dell'estrema vaghezza, ambiguità e genericità che lo caratterizza. Si tratterebbe, infatti, di un concetto che si è evoluto includendo molteplici considerazioni di equità, etica e giustizia, dalla portata universale, che al più possono ispirare, senza affatto prescrivere, comportamenti¹³⁰. Di conseguenza, non solo non esisterebbe alcun obbligo per gli Stati di realizzare, di perseguire o di impegnarsi per la realizzazione dello Sviluppo sostenibile, ma quest'ultimo difetterebbe *in toto* dei requisiti della normatività, non essendo traducibile in una prescrizione normativa, vale a dire in un principio, nemmeno di *soft-law*.

Una significativa parte della dottrina, tuttavia, sembra concorde nell'affermare che lo Sviluppo sostenibile integra un vero e proprio principio giuridico, il cui contenuto viene generalmente ricostruito come dovere di riequilibrare ovvero integrare tra loro gli interessi

¹²⁸ La differenza teorica tra tali impostazioni – vale a dire: un “concetto” che include una pluralità di norme e principi, da una parte; e un vero e proprio “principio giuridico” composto da vari sotto-principi, dall'altra – si coglie proprio sotto il profilo dell'autonomia: nel primo caso, lo Sviluppo sostenibile rappresenta solo una sintesi *concettuale* di principi e norme tra loro formalmente indipendenti, ancorché connesse logicamente e originate da una matrice comune; nel secondo caso, invece, esso rappresenterebbe una sintesi *normativa*, che identifica un precetto autonomo, a sua volta declinato in più specifiche e precise disposizioni tra loro interdipendenti e interconnesse normativamente.

¹²⁹ Cfr. tra gli altri: U. BEYERLYN, T. MARAHUN, *International Environmental Law*, cit.; B. CONFORTI, *Diritto Internazionale*, XI ed., Napoli, 2018; P.M. DUPUY, J. VIÑUALES, *International Environmental Law*, cit.; Id. *Introduction au droit international de l'environnement*, cit.; C. FOCARELLI, *Diritto internazionale*, VI ed., Padova, 2021. Cfr. anche F. FRANCONI, *Sviluppo sostenibile*, cit., p. 43, secondo cui lo Sviluppo sostenibile non sarebbe “*crystallizzabile nel tempo secondo il criterio generale di formazione delle norme internazionali*”, ma costituirebbe piuttosto “*un metodo, un processo per integrare considerazioni ambientali nelle politiche dello sviluppo e della regolazione del mercato*”; nonché A. BOYLE, D. FREESTONE, *Introduction*, cit., e P. BIRNIE, A. BOYLE, C. REDGWELL, *International Law and the Environment*, cit., secondo cui, piuttosto che concentrarsi sulla questione della qualificazione e della rilevanza giuridica del principio nel suo insieme, sarebbe più opportuno indagare la natura e l'efficacia dei singoli elementi sostanziali e procedurali che lo compongono.

¹³⁰ Cfr. su tutti B. CONFORTI, *Diritto Internazionale*, cit., pp. 242-243.

di natura economica, ambientale e sociale nel perseguimento delle politiche di sviluppo, così pienamente valorizzando pienamente il principio di integrazione espresso nel Principio 4 della Dichiarazione di Rio ed altresì enfatizzato nella giurisprudenza *Gabčíkovo-Nagymaros* e *Pulp Mills* della Corte Internazionale di Giustizia¹³¹. Come accennato nella parte relativa alla ricostruzione del concetto di Sviluppo sostenibile, SANDS interpreta il principio dello Sviluppo sostenibile come sintesi di 4 principi: il principio dell'uso equo e sostenibile delle risorse naturali; il principio di equità intergenerazionale; il principio di equità intragenerazionale; il principio di integrazione¹³²; mentre BARRAL come sintesi dei 3 principi da ultimo menzionati. In ogni caso, il principio di integrazione tra dimensione economica, ambientale e sociale sembra costituire il fondamento teorico-normativo del principio dello Sviluppo sostenibile secondo la maggior parte delle ricostruzioni dottrinali¹³³.

A fronte di tali punti di contatto tra le diverse interpretazioni, vi è un'ampissima diversità di vedute soprattutto in merito all'efficacia giuridica del principio in esame, vale a dire alla sua collocazione sistematica nel quadro della *soft-law* internazionale ovvero del diritto internazionale generale. Tra coloro che inquadrano lo Sviluppo sostenibile come principio, si possono individuare, essenzialmente, tre diverse correnti di pensiero, così riassumibili: (i) lo Sviluppo sostenibile si configura come principio ermeneutico o strumento interpretativo; (ii) lo Sviluppo sostenibile rappresenta un principio di *soft-law* che, pur non essendosi ancora consolidato in una norma consuetudinaria, si rivela comunque in grado di orientare la condotta degli Stati in certi specifici ambiti; (iii) lo Sviluppo sostenibile è un principio di diritto internazionale generale, produttivo di effetti giuridici vincolanti.

La prima impostazione è espressa in particolare da LOWE¹³⁴, che qualifica lo Sviluppo sostenibile non come norma primaria¹³⁵, che disciplina il comportamento degli Stati¹³⁶, ma

¹³¹ Cfr. tra gli altri M. MONTINI, *The Principle of integration*, in M. FAURE (ed.), *Elgar Encyclopedia of Environmental Law*, Northampton, 2014; V. BARRAL, P.M. DUPUY, *Principle 4: Sustainable Development through Integration*, cit.; nonché P. SANDS, J. PEEL, A. FABRA, R. MACKENZIE, *Principles of International Environmental Law*, cit.; V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit.; V. BARRAL, *The Principle*, cit.

¹³² Cfr. P. SANDS, J. PEEL, A. FABRA, R. MACKENZIE, *Principles of International Environmental Law*, cit., pp. 225 ss.

¹³³ Sul punto, per un'analisi comparata, cfr. M. MONTINI, *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, cit., pp. 8-9.

¹³⁴ Cfr. V. LOWE, *Sustainable Development and Unsustainable Arguments*, cit. La tesi è avallata, tra gli altri, da M.D. EVANS, *International Law*, IV ed., Oxford, 2010, p. 129.

¹³⁵ Cfr. H.L.A. HART, *The Concept of Law*, New York, 1994, Capitolo V.

¹³⁶ LOWE esclude che lo Sviluppo sostenibile si configuri come norma primaria, qualificando tale argomento come “*unsustainable*” (cfr. V. LOWE, *Sustainable Development and Unsustainable Arguments*, cit., p. 26: “*At best, ‘sustainable development’ looks like a convenient umbrella term to label a group of congruent norms, much as we might seek a single term to label the set of disparate rights and obligations of coastal states in relation to the living resources and the environment in their exclusive economic zones. Whatever the label might be, it is itself not a norm, it can be no more than a name for a set of norms. Indeed, it may not even be that. The components themselves do not have the appearance of archetypal norms. Normativity, by definition,*

come “meta-principio” o “norma interstiziale”, che ha la diversa funzione di risolvere i conflitti tra norme primarie appartenenti a diversi ambiti del diritto internazionale, ampliandone o restringendone la portata a seconda delle circostanze¹³⁷. Secondo LOWE, dunque, il principio in esame si risolve in uno strumento ermeneutico a cui i giudici possono ricorrere, nel caso concreto, per dirimere conflitti normativi e bilanciare interessi contrapposti. Tale interpretazione trova fondamento, in particolare, nella giurisprudenza *Gabčíkovo-Nagymaros* e *Pulp Mills* della Corte Internazionale di Giustizia sopra riportata e nelle norme relative all’interpretazione dei trattati, in specie ex art. 31, par. 3, lett. b) della Convenzione di Vienna sul diritto dei trattati¹³⁸.

La seconda impostazione, invece, riconosce l’esistenza di una prassi internazionale assai rilevante in tema di Sviluppo sostenibile e la sua riconducibilità ad un principio emergente nell’ambito del diritto internazionale, ma non si spinge fino a inquadrare pienamente quest’ultimo tra le fonti tipiche dell’ordinamento ex art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia¹³⁹. Tale posizione è assai simile a quella sostenuta di significativa parte della dottrina¹⁴⁰, la quale, pur non qualificando lo Sviluppo sostenibile

must express itself in normative terms: it must be possible to phrase a norm in normative language. But it is by no means clear that the components of sustainable development can be so phrased”).

¹³⁷ Cfr. V. LOWE, *Sustainable Development and Unsustainable Arguments*, cit., p. 31: “It is a meta-principle, acting upon other legal rules and principles – a legal concept exercising a kind of interstitial normativity, pushing and pulling the boundaries of true other primary norms when they threaten to overlap or conflict with each other”, con la precisazione, a p. 33, che: “These ‘modifying norms’ do not seek to regulate the conduct of legal persons directly, and they are not addressed to those persons. There is no injunction to ‘be reasonable’ or to ‘balance interests’ independent of the primary norms to which the modifying norm is applied: it is the primary norm that carries, as it were, the prescriptive charge. Modifying norms establish the relationships between other, primary norms. It would be misleading even to say that the modifying norms are addressed to judges, whether by the implied wish of the parties or by some notional lawgiver”.

¹³⁸ Cfr. art. 31 Convenzione di Vienna sul Diritto dei Trattati: “(1) A treaty shall be interpreted in good faith in accordance with the ordinary meaning to be given to the terms of the treaty in their context and in the light of its object and purpose (...) (3) There shall be taken into account, together with the context: (...) (b) any subsequent practice in the application of the treaty which establishes the agreement of the parties regarding its interpretation; (c) any relevant rules of international law applicable in the relations between the parties” (cfr. sul punto D. FRENCH, *Treaty Interpretation and the Incorporation of Extraneous Legal Rules*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 2006, pp. 281-314). Ove lo Sviluppo sostenibile venisse riconosciuto come norma di diritto internazionale generale, lo stesso assumerebbe rilevanza nel contesto dell’interpretazione dei trattati non più ai sensi della lettera b), come “subsequent practice”, bensì ai sensi della lettera c) del citato articolo, come vera e propria norma giuridica internazionale.

¹³⁹ Cfr. in particolare K. BOSSELMAN, *The principle of sustainability*, cit.; cfr. anche Corte Permanente di Arbitrato, *Arbitration regarding the Iron Rhine*, cit. Similmente, nell’ambito della dottrina italiana A. TANZI, *Introduzione al diritto internazionale contemporaneo*, V ed., Padova, 2016 e F. SALERNO, *Diritto internazionale. Principi e norme*, VI ed., Padova, 2021, che lo interpretano come principio emergente di *soft-law*, il cui contenuto prescrittivo consiste, ad oggi, unicamente nel divieto di causare danni significativi all’ambiente e nel principio di precauzione.

¹⁴⁰ Cfr. tra gli altri: P.M. DUPUY, *Où en est le droit international de l’environnement à la fin du siècle?*, in *Revue générale de droit international public*, 101(4), 1997, pp. 873-903, nonché P.M. DUPUY, Y. KEBRAT, *Diritto internazionale public*, XII ed., Paris, 2014, p. 129, che interpretano lo Sviluppo sostenibile come “matrice conceptuelle” che offre una prospettiva generale entro cui specifici principi emergenti ovvero già consolidati nel diritto internazionale generale devono essere collocati e contestualizzati; N. SCHRIJVER, *The evolution*, cit.,

come principio di diritto, lo considera comunque un concetto dotato di un certo valore normativo, che si sta sempre più consolidando nella prassi di Stati e Organizzazioni internazionali e nella giurisprudenza internazionale, ma a cui non è ancora riconosciuto lo status di norma consuetudinaria¹⁴¹. Come affermato dall'INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION nel sopra citato Report del 2012, “*the recourse to the concept of ‘sustainable development’ in international case-law may, over time, justify a hardening of the concept itself into a principle of international law, despite a continued and genuine reluctance to formalise a distinctive legal status*”¹⁴².

La terza impostazione, a cui riteniamo di aderire, interpreta lo Sviluppo sostenibile come principio generale del diritto internazionale ovvero come norma consuetudinaria ai sensi dell'art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia¹⁴³, da cui derivano obblighi di condotta direttamente applicabili agli Stati. In particolare, siffatta ricostruzione trova fondamento, rispettivamente, nelle Separate Opinion dei Giudici WEERAMANTRY¹⁴⁴ e TRINIDADE¹⁴⁵ e nelle opere di VOIGT¹⁴⁶ (come principio generale del diritto) e di SANDS et al.¹⁴⁷ e BARRAL¹⁴⁸ (come principio o norma consuetudinaria). Sul punto, giova ripercorrere l'analitica dimostrazione esposta da BARRAL nel noto saggio “*Sustainable Development in International Law: Nature and Operation of an Evolutive Legal Norm*”.

che lo qualifica come “*multi-faceted concept*”; cfr. anche A. BOYLE, D. FREESTONE, *Introduction*, in ID. (ed.) *International Law and Sustainable Development* cit.; P. BIRNIE, A. BOYLE, C. REDGWELL, *International Law and the Environment*, cit.; F. FRANCONI, *Sviluppo sostenibile e principi di diritto internazionale dell'ambiente*, in P. FOIS (ed.) *Il principio dello sviluppo sostenibile*, cit.; P. SCHWARZ, *Sustainable Development*, cit.; M.C. CORDONNIER SEGGER, A. KHALFAN, *Sustainable Development*, cit.

¹⁴¹ In altri termini, a fronte di sempre maggiori evidenze circa l'esistenza della *diuturnitas*, sussistono ancora dubbi sull'emersione di una vera e propria *opinio juris* degli Stati, necessaria per la formazione di una norma consuetudinaria. Cfr. al riguardo M.C. CORDONNIER-SEGGER, C.G. WEERAMANTRY (eds.), *Sustainable Development Principles*, cit., pp. 65 ss.

¹⁴² Cfr. I.L.A., *Sofia Conference (2012) International Law on Sustainable Development. Final Report*, cit., Annex “2012 Sofia Guiding Statements”, Guiding Statement n. 1; nonché ID., Risoluzione n. 7/2012, cit.

¹⁴³ Cfr. Statuto della Corte Internazionale di Giustizia, art. 38, par. 1: “*La Corte, cui è affidata la missione di regolare conformemente al diritto internazionale le divergenze che le sono sottoposte, applica: a) le convenzioni internazionali, generali o speciali, che istituiscono delle regole espressamente riconosciute dagli Stati in lite; b) la consuetudine internazionale che attesta una pratica generale accettata come diritto; c) i principi generali di diritto riconosciuti dalle nazioni civili; d) con riserva della disposizione dell'articolo 59, le decisioni giudiziarie e la dottrina degli autori più autorevoli delle varie nazioni, come mezzi ausiliari per determinare le norme giuridiche*”.

¹⁴⁴ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project*, Separate Opinion of Vice-President Weeramantry, cit.; v. *supra* § 1.

¹⁴⁵ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Pulp Mills on the River Uruguay*, Separate Opinion of Judge Cançado Trindade, cit.

¹⁴⁶ Cfr. C. VOIGT, *Sustainable Development as a General Principle of Law*, cit.; ID., *Rule of Law for Nature. New Dimensions and Ideas in Environmental Law*, Cambridge, 2013. Cfr. anche M. MONTINI, *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, cit.

¹⁴⁷ Cfr. P. SANDS, J. PEEL, A. FABRA, R. MACKENZIE, *Principles of International Environmental Law*, cit.

¹⁴⁸ Cfr. V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit. e ID., *The Principle*, cit.

Nel merito, partendo dal presupposto che la natura giuridica dello Sviluppo sostenibile dipende da due condizioni: la sua capacità di prescrivere comportamenti e la sua penetrazione in una delle fonti riconosciute del diritto internazionale, l'Autrice sottolinea, in primo luogo, come lo Sviluppo sostenibile risulti formulato, nei vari atti internazionali che lo definiscono, in termini propriamente e pienamente prescrittivi, come concetto o principio che impone di trasformare il sistema giuridico internazionale e, quindi, di modificare i diritti e gli obblighi degli Stati tramite l'elaborazione di nuove norme e principi, per conseguire specifici obiettivi o risultati¹⁴⁹. In altri termini, si tratta a tutti gli effetti di un “*dover essere*” dal contenuto normativo e non, invece, di un “*dovrebbe essere*” dal carattere meramente ispiratore e simbolico. Naturalmente, essendo enunciato in atti di *soft-law*, il principio non ha di per sé alcuna efficacia giuridica vincolante, ma è, comunque, espressione di una *opinio juris* degli Stati in merito alla portata prescrittiva del concetto, dell'obiettivo e del principio formulato¹⁵⁰. L'esistenza di tale *opinio juris* è corroborata dalla continua e costante riaffermazione, in ogni successivo atto di *soft-law* in materia di Sviluppo sostenibile, delle dichiarazioni e degli impegni assunti in precedenza dagli Stati sul medesimo punto.

In secondo luogo, e di conseguenza, l'Autrice evidenzia come la prassi degli Stati, a livello sia internazionale, sia nazionale, risulti a tutti gli effetti conforme e coerente, ancorché non propriamente omogenea, con tale *opinio juris*¹⁵¹, vale a dire con la posizione dello Sviluppo sostenibile come obiettivo della Comunità internazionale, che non solo non risulta messa in discussione dagli Stati, né a parole, né per comportamenti concludenti, ma risulta, al contrario, confermata dalle molteplici iniziative assunte dai medesimi a tale fine, tanto *uti singuli*, quanto *uti universi*, nel corso degli ultimi cinquant'anni¹⁵². Ne consegue la chiara

¹⁴⁹ Cfr. V. BARRAL, *Sustainable Development*, cit., pp. 5-6.

¹⁵⁰ Cfr. *Ivi*, pp. 6 ss. e in particolare p. 9. “*States’ opinio juris on the binding nature of sustainable development can thus result from the wealth of resolutions, declarations, gentlemen’s agreements, programmes of action, international and national judicial decisions, national legislation, and conventional provisions referring to it, at least in so far as these formulations are in the form of sufficiently similar legal rules*”.

¹⁵¹ Sul punto, l'Autrice precisa come la mancanza di omogeneità tra le varie condotte degli Stati in tema di Sviluppo sostenibile non sia affatto di ostacolo al riconoscimento della *diuturnitas* quale elemento costitutivo, unitamente all'*opinio juris*, della consuetudine come fonte del diritto – che, com'è noto, richiede l'esistenza di una prassi non solo conforme e coerente, ma anche omogenea: infatti, dal momento che il principio dello Sviluppo sostenibile ha carattere intrinsecamente evolutivo, pone un obiettivo comune e richiede una pluralità indefinita di comportamenti, tutti accumulati dal medesimo obiettivo, non può esservi per definizione alcuna omogeneità tra le molteplici possibili condotte dagli Stati, potendo, dunque, solo valutarci la conformità e la coerenza rispetto all'obiettivo. Cfr. *Ivi*, p. 9; v. nota successiva.

¹⁵² Cfr. V. BARRAL, *Sustainable Development in International Law*, cit., p. 9: “*States do constantly and generally adopt national sustainable development strategies, report to the Commission on Sustainable Development, design development projects that take into account environmental considerations, and implement environmental impact assessments with a view to achieving sustainable development. Obviously these actions lack uniformity, which is an essential requirement in order for precedents to form meaningful state practice. However, sustainable development itself requires various types of conduct to be adopted, because it is an objective, because it is intrinsically evolutive, and because as an obligation of means it requires*

evidenza circa l'esistenza di una "pratica generale accettata come diritto" ex art. 38, par. 1, lett. b), Statuto Corte Internazionale di Giustizia, ancorché di portata molto generale e caratterizzata da un elevato livello di astrazione, il cui ambito di applicazione varia a seconda delle circostanze specifiche¹⁵³.

Quanto, poi, al contenuto normativo del principio, BARRAL analizza la natura programmatica e intrinsecamente evolutiva del medesimo, che, da un lato, pone un obiettivo (*rectius*: un insieme di obiettivi) da raggiungere collettivamente tramite apposite politiche nazionali e internazionali¹⁵⁴, e, dall'altro lato, identifica tale obiettivo non in termini statici e assoluti, ma in termini dinamici e relativi, secondo criteri e *standard* che necessariamente mutano nel tempo (*rationae temporis*), nonché variano in base alle caratteristiche peculiari degli Stati coinvolti, sulla base del principio delle responsabilità comuni ma differenziate (*rationae personae*) e allo specifico ambito o settore di applicazione (*rationae materiae*)¹⁵⁵.

Su tali presupposti, BARRAL ritiene che il principio in parola si configuri a tutti gli effetti come "norma primaria" dell'ordinamento internazionale, in quanto impone agli Stati obblighi di condotta funzionali all'obiettivo di realizzare un modello di Sviluppo sostenibile¹⁵⁶. Questi ultimi non si configurano, tuttavia, come "obblighi di risultato", bensì come "obblighi di mezzi" rispetto all'obiettivo dichiarato, da realizzarsi tramite comportamenti coerenti e concludenti, individuali e collettivi¹⁵⁷. In definitiva, dunque, in

a series of different types of effort towards the fulfilment of the objective it lays down. Hence, conduct aimed at achieving sustainable development, even if lacking uniformity, can still form valid precedents constituting evidence of the existence of a general practice of states".

¹⁵³ Cfr. Ivi, p. 9: "Despite clear judicial confirmation, it can thus be concluded that sustainable development, as an objective, already constitutes a principle of customary law, even if this principle is a very general one, with a high degree of abstraction and which requires case by case substantiation".

¹⁵⁴ Cfr. Ivi, p. 4.

¹⁵⁵ Cfr. Ivi, p. 5: "Sustainable development is not a static concept, and what needs to be done to achieve it evolves according to circumstances, and in particular according to the time, the area, or the subjects concerned. What is sustainable development will vary in time, as sustainable development is not immune to social, environmental, or scientific evolutions. The range of standards and principles that need to be respected in order to achieve sustainable development depends on these evolutions and needs to adapt accordingly. Such temporal variability of the content of sustainable development is also an implicit requirement of the principle of intergenerational equity, which by its nature demands the adoption of a long-term perspective. Sustainable development hence inherently varies *ratione temporis*. (...) The contents of sustainable development thus vary *ratione personae*. They also vary *ratione materiae*".

¹⁵⁶ Cfr. Ivi, p. 10: "as an objective, sustainable development aims to regulate conduct. (...) Its primary object is to set an objective to legal subjects, and thus to regulate their conduct. (...) It is a primary norm of international law".

¹⁵⁷ Cfr. Ivi, p. 11: "Rules that tend to regulate conduct (Hart's primary rules) may be of several types. Obligations of means are a familiar category of norms for legal systems derived from Roman law. Unlike obligations of result, which require the achievement of the result defined by the obligation, obligations of means require only the deployment of all possible means to achieve the result, without promising to achieve it. An obligation of means will consequently be breached only when the promised efforts have not been accomplished, since 'what defines the object of the obligation is the tension towards the objective, and not its achievement'. If the subject needs only to endeavour to achieve the result, rather than be under an absolute obligation to reach it, it is because, in the case of obligations of means, the achievement of this result is more

forza del principio consuetudinario dello Sviluppo sostenibile, tutti gli Stati sono soggetti all'obbligo di mezzi di promuovere (“*promote*”), di cercare di realizzare (“*strive to achieve*”) o di fare di tutto per realizzare (“*employ best efforts to achieve*”) lo Sviluppo sostenibile, tipicamente tramite processi decisionali in cui le considerazioni di ordine economico, ambientale e sociale devono essere adeguatamente bilanciate e ponderate¹⁵⁸; tali obblighi di mezzi, inoltre, devono essere adempiuti dagli Stati in forma differenziata, sulla base dei diversi livelli di sviluppo, e quindi in tempi e con modalità differenti, e quindi in modo più rapido e rigoroso per i Paesi più sviluppati e in maniera più graduale e flessibile per quelli meno sviluppati.

Sempre in merito alla ricostruzione dello Sviluppo sostenibile come norma o principio di natura consuetudinaria, infine, si ribadisce la posizione espressa dal Giudice WEERAMANTRY, secondo cui “*The principle of sustainable development is thus a part of modern international law by reason not only of its inescapable logical necessity, but also by reason of its wide and general acceptance by the global community*”¹⁵⁹, e da SANDS, che, dopo aver affermato che “[T]here can be little doubt that the concept of ‘sustainable development’ has entered the corpus of international customary law”, lo include tra i “*foundational principles and rules of international environmental law*”, definendolo come un “*overarching principle requiring states to reconcile economic development with the protection of the environment*”¹⁶⁰.

unpredictable, and not fully under the subject's control. The obligation thus contains only a duty to employ best efforts, a category of obligations known to international law as 'due diligence' obligations”.

¹⁵⁸ Cfr. Ivi, pp. 11-12: “*Both in treaty law and in general international law, sustainable development is understood as an objective that legal subjects must strive to achieve, and the object of an obligation of means is precisely to try to achieve an objective. (...) Accordingly, in relation to the objective of sustainable development, states are under an obligation to strive or do their best to achieve it. (...) If the object of the norm relating to sustainable development is not to achieve it but to strive for it, then legal subjects are required to adopt conduct promoting sustainable development. (...) As an objective, sustainable development must thus influence the decision-making process of legal subjects; they will notably have to try to achieve a balanced decision, taking into account environmental, economic, and social considerations”.*

¹⁵⁹ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project*, Separate Opinion of Vice-President Weeramantry, cit., p. 95. Il Giudice, tuttavia, non si soffermò sulla dimostrazione della *diuturnitas* e della *opinio juris* e non qualificò espressamente il principio in esame come norma consuetudinaria.

¹⁶⁰ Cfr. P. SANDS, J. PEEL, A. FABRA, R. MACKENZIE, *Principles of International Environmental Law*, cit., p. 197.

Similmente, altri interpreti, come il Giudice TRINIDADE¹⁶¹, VOIGT¹⁶² e MONTINI¹⁶³ inquadrano il principio in esame come “*principio generale del diritto riconosciuto dalle nazioni civili*” ex art. 38, par. 1, lett. c) del citato Statuto. Si tratterebbe, però, anche in tale caso di un principio appartenente al diritto internazionale generale, motivo per cui, nonostante le differenze tra tale categoria di principi e i principi e le norme di natura consuetudinaria, sia in termini di oggetto, scopo e funzione, sia in termini di regole per il loro accertamento¹⁶⁴, non pare significativo, ai fini della presente ricerca, dilungarsi su tale ricostruzione, anche alla luce del fatto che, ad avviso della INTERNATIONAL LAW COMMISSION, non solo non esiste una relazione gerarchica tra norme consuetudinarie, norme convenzionali e principi generali del diritto, ma se anche esistessero norme dal contenuto analogo, ma di fonte diversa, le stesse potrebbero tranquillamente coesistere e continuare a seguire ciascuna le proprie regole di applicabilità¹⁶⁵.

L’ampia diversità di vedute, qui brevemente riepilogata, in merito all’interpretazione e alla qualificazione dello Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale deriva dalle molteplici peculiarità che caratterizzano detto principio rispetto ad altri, soprattutto in

¹⁶¹ Cfr. CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, Case Concerning the Pulp Mills on the River Uruguay, Separate Opinion of Judge Cançado Trindade, cit., p. 215, secondo cui: “*General principles of law constitute an autonomous formal “source” of international law, and orient the evolution of customary and conventional international law (..)*”, all’interno della quale rientrano a pieno titolo “*the principles of prevention, of precaution, and of sustainable development with its temporal dimension, together with the long-term temporal dimension underlying inter-generational equity*”.

¹⁶² Cfr. C. VOIGT, *Sustainable Development as a General Principle of Law*, cit., pp. 146 ss; C. VOIGT, *Rule of Law for Nature*, cit., p. 154: “*sustainable development (..) is a general principle of law. Its normative force, broad scope and support in the international community are indicative of its principled character and make it difficult to argue otherwise. Sustainable development has a normative content that is defined by the reconciliation of present and future economic, social and environmental interests within the limits set by certain essential ecological functions (..) His general recognition of its normative content can be understood as forming an opinio juris communis. The classification of sustainable development as a general principle of law according to Article 38.1(c) of the Statute of the International Court of Justice is thus legitimized by its widespread use in many national legal systems and in international law - signifying a common conscience - and the jurisprudence of international courts and tribunals, as well as by its moral necessity*”.

¹⁶³ Cfr. M. MONTINI, *L’interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, cit. pp. 13-14, secondo cui il principio può “*essere ragionevolmente qualificato come un principio generale di diritto, che può rientrare nella categoria dei “principi generali di diritto riconosciuti dalle nazioni civili” previsto dall’articolo 38 dello statuto della corte internazionale di giustizia, nonostante non comporti la sussistenza di specifici obblighi di risultato*”, così aderendo pienamente alla tesi sostenuta da Barral, con l’unica differenza di qualificare il principio in esame come principio generale ai sensi dell’art. 38, par., lett. c) anziché come norma consuetudinaria.

¹⁶⁴ Sul punto, cfr. INTERNATIONAL LAW COMMISSION, *Third report on general principles of law by Marcelo Vázquez-Bermúdez, Special Rapporteur*, 2022, UN Doc. A/CN.4/753. Secondo la Commissione, i principi generali del diritto non solo costituiscono un’autonoma base giuridica per l’accertamento dei diritti e degli obblighi degli Stati e uno strumento per l’interpretazione e l’integrazione delle altre norme internazionali, ma svolgono una tipica funzione di “*gap-filling*”, funzionale a colmare le lacune e a garantire la coerenza e l’organicità dell’ordinamento giuridico internazionale.

¹⁶⁵ Cfr. INTERNATIONAL LAW COMMISSION, *Third report on general principles of law*, cit., pp. 30 ss. e in particolare par. 85 e 93, secondo cui: “*general principles of law can exist in parallel with rules of conventional and customary international law with an identical or analogous content*”.

considerazione dell'ampiezza e dell'astrattezza delle formulazioni utilizzate per definirne il contenuto, della sua natura di obiettivo della Comunità internazionale, della sua caratterizzazione come modello di sviluppo alternativo, dell'efficacia non vincolante degli strumenti giuridici adottati e della pluralità di atti e iniziative che si sono nel tempo susseguiti. Tale diversità di opinioni risulta, altresì, connaturata alla natura programmatica e intrinsecamente evolutiva del concetto in esame, che, come visto, fu concepito sin dal Brundtland Report come "risposta istituzionale" all'incapacità del sistema degli Stati di offrire soluzioni ai problemi collettivi sottesi al funzionamento dell'economia internazionale e alla globalizzazione economica, come la povertà, la fame, il cambiamento climatico, l'inquinamento e le diseguaglianze sociali, e come conseguente, necessario "processo di cambiamento".

In conclusione, l'indagine svolta ha permesso di comprendere come, a fronte di problematiche di siffatta portata e complessità, l'intera Comunità internazionale abbia avvertito come necessario: (i) dapprima, dotarsi "*di una visione comune e comuni principi per ispirare e guidare i popoli del mondo nella conservazione e alla valorizzazione dell'ambiente umano*" (cfr. Dichiarazione di Stoccolma, 1972)¹⁶⁶; (ii) quindi, intraprendere, grazie al modello dello Sviluppo sostenibile, un "*processo di cambiamento in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale sono resi coerenti con bisogni futuri così come quelli presenti*" (cfr. Brundtland Report, 1987)¹⁶⁷; (iii) successivamente, proclamare 27 Principi che specificassero il contenuto del concetto-obiettivo-principio dello Sviluppo sostenibile (cfr. Dichiarazione di Rio, 1992); (iv) infine, elaborare un "*Agenda di portata e rilevanza senza precedenti (...) accettata da tutti i Paesi ed applicata da tutti*" che pone "*obiettivi e traguardi universali che riguardano il mondo intero (...) interconnessi e indivisibili*" che "*bilanciano le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile*" (cfr. Agenda 2030, 2015)¹⁶⁸.

Configurandosi come un principio dal contenuto normativo dinamico e in continua evoluzione e che promuove una graduale e progressiva trasformazione del sistema, la qualificazione dello Sviluppo sostenibile non può che variare nel tempo, in base alle politiche e alle iniziative assunte dagli Stati ovvero all'evolversi della prassi internazionale e al consolidamento del principio in esame nel quadro del diritto internazionale generale. Di

¹⁶⁶ Cfr. Dichiarazione di Stoccolma, cit., Preambolo; v. *supra* note 18, 23 e 59.

¹⁶⁷ Cfr. Rapporto Brundtland, cit., Overview, punto 30; v. *supra* § 3.

¹⁶⁸ Cfr. Agenda 2030, cit., punto 5.

conseguenza, occorre relativizzare *ratione temporis* le varie interpretazioni e ricostruzioni offerte in dottrina al riguardo, soprattutto quelle “riduzioniste” sopra accennate, molte delle quali si collocano temporalmente ben prima dell’Agenda 2030, la cui approvazione ha significativamente accelerato ogni iniziativa in tema di Sviluppo sostenibile, tanto da parte di Stati, Organizzazioni internazionali e soggetti pubblici, quanto da parte degli attori privati, coerentemente con lo spirito di “*Global Partnership for Sustainable Development*” sopra evidenziato. Del resto, se lo Sviluppo sostenibile avrà mai successo nel trasformare l’ordinamento giuridico internazionale, realizzando, ad ogni livello di *governance*, quella piena integrazione tra fattori economici, ambientali e sociali che ci potrà forse consentire di affrontare efficacemente i problemi globali che caratterizzano il nostro tempo, è certo che, ad oggi, siamo agli albori di tale processo trasformativo, di cui sono appena state gettate, normativamente e programmaticamente, le fondamenta.

Ad ogni modo, è indubbio che, oggigiorno, il principio dello Sviluppo sostenibile risulta ben radicato entro la realtà giuridica, nonché politica ed economica internazionale, essendo divenuto un punto di riferimento imprescindibile per il diritto internazionale contemporaneo, in grado di incidere sull’evoluzione del diritto internazionale medesimo, favorendo il riequilibrio tra interessi economici e interessi ambientali e sociali in molti settori dell’ordinamento, tanto dal punto di vista sostanziale, quanto dal punto di vista procedurale, istituzionale e di *governance*. In altri termini, il principio in esame è divenuto “*uno strumento capace di condizionare positivamente e in modo trasversale la formazione e l’atteggiarsi di principi e regole eterogenee tra loro, nonché, al contempo, un mezzo per coordinare regole consolidate, talvolta tra loro in conflitto, al fine di adattarle a esigenze nuove che il fenomeno della globalizzazione inevitabilmente ha posto e continua a porre*”¹⁶⁹, quale “*standard di riferimento per la creazione e applicazione di norme e principi di diritto internazionale dell’economia e dello sviluppo*” e “*metodo di continuo adattamento del diritto internazionale alle esigenze del governo dei processi di sviluppo economico in un Mondo di risorse naturali e non solo decisamente limitate*”¹⁷⁰. L’adozione dell’Agenda 2030 e degli SDGs ha ulteriormente accelerato tale processo, stimolando ulteriori iniziative da parte degli Stati, soprattutto in ambito economico e finanziario, e favorendo la convergenza e la coordinazione delle medesime a livello di *governance* internazionale, così da indirizzare

¹⁶⁹ Cfr. G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit. p. 335.

¹⁷⁰ *Ivi*, p. 337.

la prassi internazionale in materia di Sviluppo sostenibile verso una maggior omogeneità, conformità e coerenza¹⁷¹.

Alla luce delle considerazioni sopra svolte, si ritiene di aderire a quella posizione per cui il principio dello Sviluppo sostenibile appartiene al diritto internazionale generale ex art. 38 dello Statuto Corte Internazionale di Giustizia, vuoi a titolo di norma consuetudinaria, vuoi a titolo di principio generale del diritto, che ad oggi si configura come obbligazione di mezzi, di natura programmatica e dal carattere evolutivo, che impone agli Stati obblighi comuni ma differenziati di *due diligence* e *best effort* rispetto all'obiettivo dello Sviluppo sostenibile, e in particolare l'obbligo di integrare le considerazioni di natura economica con quelle di ordine ambientale e sociale nei relativi processi decisionali, per realizzare specifici obiettivi di equità inter- e intra- generazionale nell'interesse delle generazioni presenti e, soprattutto, future.

§ 6. Lo Sviluppo sostenibile, l'Agenda 2030 e i cambiamenti della *governance* e del *law-making* internazionale.

Chiarito il significato dello Sviluppo sostenibile entro l'ordinamento internazionale, occorre soffermarsi sull'evoluzione delle strutture di *governance* e delle forme di *law-making* che caratterizzano il diritto internazionale contemporaneo, facendo riferimento sia agli scenari aperti dalla progressiva affermazione del concetto, dell'obiettivo e del principio dello Sviluppo sostenibile nella Comunità internazionale, sia alla più specifica prospettiva *de jure condendo* offerta dall'Agenda 2030, che propone di riformare molti settori dell'ordinamento e trasformare l'intero sistema economico.

Come è noto, il dispiegarsi dei processi di globalizzazione economica e finanziaria e la sostanziale complessità delle problematiche internazionali sono tra le principali cause dell'attuale "crisi" delle forme tradizionali di *public law-making* (tipicamente la legge e il trattato internazionale) a fronte di fenomeni di rilevanza globale, che richiederebbero azioni concertate e cambiamenti di natura fondamentale che difficilmente possono realizzarsi tramite trattati multilaterali. Si tratta di un fenomeno generale che interessa l'intera Comunità internazionale, anche in ambiti non riferibili allo Sviluppo sostenibile, che si è manifestato

¹⁷¹ Con riferimento alle considerazioni svolte *supra* nota 150, è evidente che l'elaborazione dei 17 *Sustainable Development Goals* validi per l'intera Comunità internazionale potrà rendere sempre più omogenea la prassi degli Stati già conforme e coerente con il principio dello Sviluppo sostenibile.

soprattutto a partire dagli anni '80 e che ha portato alla proliferazione della *soft-law* – intesa, nella prospettiva internazionalista, come l'insieme degli atti di Stati e Organizzazioni internazionali che non hanno efficacia giuridica vincolante¹⁷² – quale strumento giuridico che consente di raggiungere il consenso politico e innovare l'ordinamento, senza introdurre obblighi coercibili. In letteratura, è tuttora discussa la possibilità di considerare la *soft-law* come fonte atipica del diritto internazionale¹⁷³, trattandosi effettivamente di atti dal contenuto normativo che, pur privi di efficacia vincolante, producono comunque determinati effetti giuridici, in quanto sono in grado di orientare il comportamento dei suoi destinatari, di introdurre nuove discipline nell'ordinamento e di influire sull'evoluzione del diritto internazionale e sulla sua interpretazione¹⁷⁴. Il fatto stesso che lo Sviluppo sostenibile, quale principio emergente di diritto internazionale generale, sia stato introdotto tramite atti di *soft-law* non fa che confermare la capacità di questi ultimi di produrre, a tutti gli effetti, principi e norme di diritto internazionale pubblico, per effetto di una prassi conforme e duratura.

Con l'incedere della globalizzazione, tuttavia, l'interazione tra Stati, Organizzazioni internazionali, soggetti pubblici diversi dagli Stati (autorità indipendenti, reti transnazionali di regolatori, consessi internazionali¹⁷⁵) e attori non-statali (organizzazioni non governative, imprese multinazionali e associazioni di imprese, regolatori privati¹⁷⁶) è divenuta più

¹⁷² Cfr. al riguardo la seguente bibliografia: C.M. CHINKIN, *The Challenge of Soft Law. Development and Change in International Law*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 38(4), 1989, pp. 850-866; F. FRANCONI, *International "Soft law": A Contemporary Assessment*, in V. LOWE, M. FITZMAURICE (eds), *Fifty Years of the International Court of Justice. Essays in Honour of Sir Robert Jennings*, Cambridge, 1996, pp. 167-1678; D.L. SHELTON (ed.) *Commitment and Compliance: The Role of Non-binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *Hard and Soft Law in International Governance*, in *International Organization*, 54, 2000, pp. 421-456; J.J. KIRTON, M.J. TREBILCOCK (eds.), *Hard Choices, Soft Law. Voluntary Standards in Global Trade, Environment, and Social Governance*, Aldershot 2004; D. THÜRER, *Soft Law*, in R. WOLFRUM (ed.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edn); D.L. SHELTON, *Soft Law*, in *GWU Law School Public Law Research Paper*, 322, 2007; S.H. NASSER, *Sources and Norm of International Law. A Study on Soft Law*, 2008; A.T. GUZMAN, T. MEYER, *International Soft Law*, in *Journal of Legal Analysis*, 2(1), 2010, pp. 171-225; A. BOYLE, *Soft Law in International Law Making*, in M. EVANS (ed.) *International Law*, III ed., Oxford, 2010, pp. 122-140; J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS (eds.) *Informal International Lawmaking*, Oxford, 2012; J. D'ASPREMONT, T. AALBERTS (eds.), *Symposium on Soft Law*, in *Leiden Journal of International Law*, 25(2), 2012, pp. 309-372; P. WESTERMAN, J. HAGE, S. KIRSTE, A.R. MACKOR (eds.) *Legal Validity and Soft Law*, Cham, 2018.

¹⁷³ Cfr. la bibliografia citata nella nota precedente.

¹⁷⁴ Proprio per tale ragione, secondo BOYLE, gli atti di *soft-law* “*may lack the supposedly harder edge of a 'rule' or an 'obligation', but they are certainly not legally irrelevant. As such they constitute a very important form of law, which may be 'soft', but which should not be confused with 'non-binding' law*”. Cfr. A. BOYLE, *Some Reflections on the Relationship of Treaties and Soft Law*, in *International & Comparative Law Quarterly*, 48(4), 1999, p. 907.

¹⁷⁵ L'attività di tali soggetti nel quadro del diritto internazionale è stata studiata, tra gli altri, nell'ambito del filone denominato “*informal international law-making*”. Cfr. in particolare J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS (EDS.), *Informal International Lawmaking*, cit. Cfr. anche A. BOYLE, C. CHINKIN, *The Making of International Law*, Oxford, 2007.

¹⁷⁶ L'attività di tali soggetti nello scenario internazionale è oggetto di studio di molteplici discipline (diritto internazionale, diritto transnazionale, scienze politiche e relazioni internazionali, per citare le principali) per

complessa, portando all'emersione di strutture di *governance* e forme di *law-making* che non sono immediatamente riconducibili al diritto internazionale pubblico né alla *soft-law* internazionale, in quanto coinvolgono a vario titolo anche attori non-statali e non sono istituzionalizzate né seguono particolari forme o procedure. Si tratta, infatti, di strutture "ibride" e "informali", il cui tratto distintivo riguarda proprio l'inclusione degli attori non-statali, come produttori ovvero come destinatari di regole di condotta, e l'assenza di forme giuridiche predeterminate¹⁷⁷.

Il fenomeno può essere efficacemente spiegato avvalendosi in particolare dell'analisi condotta da ABBOT e SNIDAL¹⁷⁸. Questi ultimi evidenziano come la globalizzazione abbia determinato il passaggio da un modello di *governance* internazionale, denominato "*international old governance*", basato sulla centralità degli Stati, su atti giuridici vincolanti e sull'accentramento delle funzioni di *governance* dei fenomeni internazionali nelle Organizzazioni internazionali multilaterali¹⁷⁹, ad un diverso modello, denominato "*transnational new governance*", che si caratterizza, invece, per il coinvolgimento diretto degli attori non statali, per il largo utilizzo di atti non vincolanti e per una maggiore decentralizzazione delle varie funzioni regolatorie di *standard-setting*, *compliance monitoring* ed *enforcement* (vale a dire di produzione, di accertamento e di attuazione normativa) tra una pluralità di soggetti e attori, spesso al di fuori di particolari forme o procedure¹⁸⁰.

Tale ricostruzione trova pieno riscontro nella realtà dei fatti. Si tratta, infatti, di un modello teorico utilizzato per inquadrare giuridicamente e nell'ambito del diritto internazionale, quel fenomeno generale che gli scienziati politici identificano col termine di

via della problematica appartenenza di tali forme di produzione normativa all'ordinamento internazionale, per le ragioni spiegate meglio *infra*. Il tema sarà diffusamente analizzato nel Capitolo V.

¹⁷⁷ Su ibridazione e informalità v. più nello specifico *infra* Capitolo II, § 6.

¹⁷⁸ Cfr. K. ABBOTT, *Strengthening International Regulation Through Transnational New Governance*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 42, 2009, pp. 501 ss.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The Governance Triangle: Regulatory Standards Institutions and The Shadow of the State*, in W. MATTLI, N. WOODS (eds.), *The Politics of Global Regulation*, Princeton, 2009; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International regulation without international government: Improving IO performance through orchestration*, in *The Review of International Organizations*, 5, 2010, pp. 315-344.

¹⁷⁹ Cfr. K. ABBOTT, D. SNIDAL, *Strengthening International Regulation*, cit., pp. 520 ss., in specie pp. 533 ss.

¹⁸⁰ *Ivi*, in specie pp. 541 ss. Secondo gli Autori tali forme di *transnational new governance* "*potentially involves all of the functions of administrative regulation in domestic legal systems: rule making, rule promotion and implementation, monitoring, adjudication of compliance, and the imposition of sanctions*". Basandosi su tale cornice teorica (e sul contributo di numerosi altri Autori) il presente lavoro valorizza, in particolare, le funzioni di *standard-setting*, *compliance monitoring* ed *enforcement*, che saranno utilizzate nel prosieguo della trattazione, segnatamente nella Parte Terza, per analizzare le forme di *governance* e di regolamentazione transazionale del mercato del debito sostenibile. Sul punto, si rinvia alla Parte Terza, in particolare al Capitolo V, § 6.

“*global governance*”¹⁸¹. Tale concetto si basa sull’evidenza che, nel contesto della globalizzazione economica e con particolare riferimento attività transfrontaliere delle imprese multinazionali (che non sono direttamente disciplinate dal diritto internazionale) e alle connesse problematiche di sostenibilità ambientale e sociale: da un lato, la *governance* “internazionale” di tali fenomeni risulta distribuita tra una pluralità di soggetti e attori, sia pubblici (Vertici intergovernativi, Stati, Organizzazioni internazionali, banche centrali e autorità indipendenti, reti di regolatori), sia privati (organizzazioni non governative, imprese e associazioni di imprese, reti transnazionali di regolatori privati), sia ibridi (costituiti tramite *public-private partnership* più o meno istituzionalizzate); dall’altro lato, che la disciplina “internazionale” dei menzionati fenomeni è per lo più contenuta in atti atipici e non vincolanti come le linee-guida, i principi, gli *standard*, i codici di condotta e altri atti di fonte sia pubblica che privata¹⁸².

Tale dato di fatto si scontra, però, con la tradizionale ricostruzione formale dell’ordinamento internazionale, come insieme di principi e norme di fonte consuetudinaria o pattizia ex art. 38 dello Statuto della Corte di Giustizia che disciplinano la condotta degli Stati e delle Organizzazioni internazionali. Infatti, gli attori privati non sono considerati soggetti del diritto internazionale, in quanto non sono i diretti destinatari delle relative norme, né le fonti private sono considerate idonee a produrre norme internazionalmente rilevanti¹⁸³. Manca, infatti, una norma di riconoscimento che consenta di riconoscere gli attori privati come soggetti del diritto internazionale e di includere le fonti privatistiche tra le relative fonti. Di conseguenza, molti strumenti giuridici adottati nell’ambito delle strutture di *transnational new governance* (o di *global governance*) rimangono formalmente esclusi dal perimetro del diritto internazionale, pur trattandosi di strumenti che influiscono sulla

¹⁸¹ Secondo l’International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences, “*Global governance is the purposeful order that emerges from institutions, processes, norms, formal agreements, and informal mechanisms that regulate action for the common good. Global governance encompasses activities that transcend national boundaries at the international, transnational, and regional levels and is based on rights and rules that are enforced through a combination of economic and moral incentives. Mechanisms of global governance are composed of elements and methods from both the public and private sectors. These elements include agreed upon standards, evolving norms based on shared values, and directives issued by private authorities and ultimately enforced by states. Methods of global governance include harmonization of laws among states, international regimes, global policy issue networks, and hybrid institutions that combine functions of state agencies and private sector organizations*” (cfr. B. KENNETTE, *Global Governance*, in J.D. WRIGHT, *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, II ed., 2015, *ad indicem*).

¹⁸² Per un ulteriore approfondimento su tali specifici aspetti si rinvia al Capitolo V.

¹⁸³ L’unica eccezione è rappresentata dal *Technical Barriers to Trade Agreement* dell’Organizzazione Mondiale Commercio con riferimento alla categoria degli “*international standards*” nell’ambito del diritto del commercio internazionale. Sul punto, v. *infra* Capitolo V, § 5.

governance dei fenomeni internazionali, in specie economici, e promettono di realizzare interessi e obiettivi internazionalmente rilevanti.

In dottrina, numerosi studi sono stati condotti al duplice fine di comprendere il fenomeno in esame e riconciliarlo con il diritto internazionale¹⁸⁴. Tra questi, si annoverano gli studi nell'ambito del “*global administrative law*”¹⁸⁵, dell’“*international public law project*”¹⁸⁶, dell’“*international private law beyond the schism*”¹⁸⁷, del pluralismo giuridico transnazionale¹⁸⁸ e della “*transnational private regulation*”¹⁸⁹, che hanno proposto vari

¹⁸⁴ Gli studi atti a ricondurre il fenomeno nel quadro dell'ordinamento internazionale sono molteplici e includono, oltre alle opere citate nelle note successive, le seguenti opere: C. KU, *Global Governance and the Changing Face of International Law*, New Haven, 2001; M. KOSKENNIEMI, *Global Governance and Public International Law*, in *Kritische Justiz*, 37(3), 2004, pp. 241-254; K. NOWROT, *Global Governance and International Law*, Wittenberg, 2004; C.C. JOYNER, *International law in the 21st century: rules for global governance*, New York, 2005; J. KLABBERS, T. PIIPARINEN (eds.), *Normative Pluralism and International Law: Exploring Global Governance*, Cambridge, 2013.

¹⁸⁵ Cfr. B. KINGSBURY, *Global Administrative Law*, in R. WOLFRUM (ed.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, cit., secondo cui: “*Global administrative law can be understood as comprising the legal rules, principles, and institutional norms applicable to processes of ‘administration’ undertaken in ways that implicate more than purely intra-State structures of legal and political authority*”. Cfr. *ex multis*: K.H. LADEUR, *The Emergence of Global Administrative Law and the Evolution of General Administrative Law*, in Osgoode CLPE Research Paper 16/2011, 2011; N. KRISCH, *Global Administrative Law and the Constitutional Ambition*, in P. DOBNER, M. LOUGHLIN (eds.), *The Twilight of Constitutionalism?*, Oxford, 2010, pp. 245–66; J. ROBALINO-ORELLANA, J. RODRIGUEZ-ARANA MUÑOZ (eds.) *Global Administrative Law: Towards a Lex Administrativa*, London, 2010; N. KRISCH, B. KINGSBURY, *Introduction: Global Governance and Global Administrative Law in the International Legal Order*, in *European Journal of International Law*, 17(1), 2006, pp. 1-13; B. KINGSBURY, N. KRISCH, R. STEWART, *The Emergence of Global Administrative Law*, in *Law and Contemporary Problems*, 65, 2005, pp. 15-62; S. CASSESE, *Administrative Law without the State: The Challenge of Global Regulation*, in *New York University Journal of International Law and Politics*, 27, 2005, pp. 663-694.

¹⁸⁶ Cfr. su tutti A. VON BOGDANDY, P. DANN, M. GOLDMANN, *Developing the Publicness of Public International Law: Towards a Legal Framework for Global Governance Activities*, in *German Law Journal*, 9, 2008; A. VON BOGDANDY, R. WOLFRUM, J. VON BERNSTORFF, P. DANN, M. GOLDMANN (eds.) *The Exercise of Public Authority by International Institutions*, Heidelberg, 2010.

¹⁸⁷ Cfr. su tutti H.M. WATT, *Private International Law Beyond the Schism*, in *Transnational Legal Theory*, 2(3), 2011, pp. 347-428.

¹⁸⁸ Cfr. *ex multis* H.H. KOH, *Why Transnational Law Matters*, in *Penn State International Law Review*, 24, 2006, pp. 745 ss.; P. ZUMBANSEN, *Transnational Law*, in *CLPE Research Paper*, 9, 2008; P. ZUMBANSEN, *Neither Public nor Private, National nor International. Transnational Corporate Governance from a Legal Pluralist Perspective*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011; P. ZUMBANSEN (2011) *Defining the Space of Transnational Law: Legal Theory, Global Governance, and Legal Pluralism*, in *Transnational Law and Contemporary Problems*, 21(2), 2012, pp. 305-336; G. SHAFFER, *Theorizing transnational legal ordering*, in *Annual Review of Social Science*, 12, 2016, pp. 231-253; G. SHAFFER, C. COYE, *From International Law to Jessup's Transnational Law, from Transnational Law to Transnational Legal Orders*, in *UC Irvine School of Law Research Paper Series*, 2017; P. ZUMBANSEN (ed.), *The Many Lives of Transnational Law: Critical Engagements with Jessup's Bold Proposal*, Cambridge, 2020.

¹⁸⁹ Cfr. *ex multis*: T. BARTLEY, *Institutional emergence in an era of globalization: The rise of transnational private regulation of labor and environmental conditions*, in *American Journal of Sociology*, 113(2), 2007; D. VOGEL, *Private global business regulation*, in *Annual Review of Political Science*, 11, 2008; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The governance triangle: Regulatory standards institutions and the shadow of the state*, 2009, cit.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *Strengthening international regulation through transmittal new governance: overcoming the orchestration deficit*, 2009, cit.; T. BARTLEY, *Transnational governance as the layering of rules: Intersections of public and private standards*, in *Theoretical inquiries in law*, 12(2), 2011; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011; C. SCOTT, F. CAFAGGI, L. SENDEN, *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011; D. CURTIN, L. SENDEN, *Public accountability of transnational private*

modelli e teorie per interpretare il cambiamento sociale in atto sotto diversi angoli prospettici. Nonostante ciò, rimane ancora ben radicata, nella dottrina internazionalista, la tradizionale ricostruzione formale dell'ordinamento internazionale pubblico, che trova fondamento nelle fonti di cui all'art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia.

Di conseguenza, quando ci si riferisce a fenomeni di rilevanza transfrontaliera, occorre sempre tenere distinto il piano del diritto internazionale propriamente inteso, vale a dire il diritto internazionale pubblico, dal piano del "diritto transnazionale", che include tutti gli strumenti giuridici che disciplinano fenomeni di rilevanza transfrontaliera, inclusi quelli che non sono riconducibili al quadro delle fonti tipiche dell'ordinamento internazionale¹⁹⁰. Per tale ragione, mentre le forme della sopra citata "*international old governance*" appartengono pienamente al diritto internazionale, così come la *soft-law* internazionale, le forme della "*transnational new governance*" si pongono, invece, ai confini del medesimo, restandone al di fuori dal punto di vista formale. Tali fenomeni sono comunemente studiati con riferimento al concetto di diritto transnazionale sopra citato.

Proprio per tale ragione, sono oggetto di particolare attenzione in letteratura i cosiddetti fenomeni di "frammentazione" e di "stagnazione" del diritto internazionale di fronte all'evolversi della realtà sociale, all'emergere di una *global governance* in materia economica e al conseguente pluralismo giuridico riguardante le questioni e i fenomeni internazionali.

Con il primo termine¹⁹¹, ci si riferisce al tema dell'odierna frammentazione, diversificazione, disomogeneità e perdita di coerenza del diritto *latu sensu* internazionale,

regulation: chimera or reality?, in *Journal of Law and Society*; F. CAFAGGI, *Transnational private regulation and the production of global public goods and private 'bads'*, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012; F. CAFAGGI, *Introduction: The transformation of transnational private regulation: Enforcement gaps and governance design*, in ID. (ed.), *Enforcement of Transnational Regulation*, Cheltenham, 2013; P. VERBRUGGEN, *Gorillas in the closet? Public and private actors in the enforcement of transnational private regulation*, in *Regulation & Governance* 7(4), 2013; F. CAFAGGI, *A comparative analysis of transnational private regulation: legitimacy, quality, effectiveness and enforcement*, in *EUI Department of Law Research Paper*, 145, 2014; L.K. MCALLISTER, *Harnessing private regulation*, in *Michigan Journal of Environmental & Administrative Law*, 3(2), 2014; M.W. SCHELTEMA, *Assessing effectiveness of international private regulation in the CSR arena*, in *Richmond Journal of Global Law & Business*, 13, 2014; F. CAFAGGI, *The Many Features of Transnational Private Rule-Making: Unexplored Relationships Between Leges Mercatoriae and Leges Regulatoriae*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 36, 2015.

¹⁹⁰ Cfr. su tutti P. JESSUP, *Transnational Law*, Yale, 1956. Secondo la definizione offerta da JESSUP, per diritto transnazionale si intende "*all law which regulates actions or events that transcend national frontiers*" che include il diritto internazionale pubblico, il diritto internazionale privato e "*other rules which do not wholly fit into such standard categories*".

¹⁹¹ Per una definizione del fenomeno, cfr. in particolare A. PETERS, *The refinement of international law: From fragmentation to regime interaction and politicization*, in *International Journal of Constitutional Law*, 15(3), 2017, pp. 671–704, secondo cui: "*The term 'fragmentation (of international law)' denotes both a process and its result, namely a (relatively) fragmented state of the law. The term has a predominantly negative connotation; it is a pejorative term (rather than diversity, specialization, or pluralism). The diagnosis of*

risultante dalla proliferazione dei trattati internazionali, della *soft-law* internazionale e dei regimi di regolamentazione transnazionale privata o ibrida e dalla conseguente sovrapposizione di numerosi regimi normativi di varia natura, e precisamente: regimi internazionali di fonte convenzionale, regimi internazionali basati su *soft-law* e regimi transnazionali di fonte privata o ibrida.

Su tale tema, peraltro, l'INTERNATIONAL LAW COMMISSION ha avviato, nel 2002, un apposito *study group*, guidato dal giurista KOSKENNIEMI, allo scopo di indagarne la natura e studiare eventuali soluzioni interpretative per risolvere i conflitti normativi esistenti, nell'ottica di mantenere la coerenza e l'integrità del sistema¹⁹². Il gruppo di studio, tuttavia, si è soffermato solamente sui fenomeni di frammentazione sottesi alla moltiplicazione dei trattati, i quali appartengono propriamente all'ordinamento internazionale pubblico, lasciando, invece, del tutto inesplorata la questione di come riconciliare quest'ultimo con i sistemi normativi che si strutturano sulla *soft-law* internazionale e con quelli che non appartengono nemmeno *per relationem* al diritto internazionale pubblico, quali quelli inquadrati, per l'appunto, all'interno della citata categoria del diritto transnazionale¹⁹³.

fragmentation refers to the dynamic growth of new and specialized subfields of international law after 1989, to the rise of new actors beside states (international organizations, non-governmental organizations (NGOs), and businesses), and to new types of international norms outside the acknowledged sources" (cfr. pp. 671–672).

¹⁹² INTERNATIONAL LAW COMMISSION, *Fragmentation of International Law: Difficulties Arising From The Diversification And Expansion Of International Law. Report of the Study Group of the International Law Commission, finalized by Mr. Martti Koskenniemi*, 2006, UN Doc. A/CN.4/L.682 and Add.1, cfr. in particolare parr. 481, 482 e 483: "One aspect of globalization is the emergence of technically specialized cooperation networks with a global scope: trade, the environment, human rights, diplomacy, communications, medicine, crime prevention, energy production, security, indigenous cooperation and so on—spheres of life and expert cooperation that transcend national boundaries and are difficult to regulate through traditional international law. (...) As a result, such networks tend to develop their own rules and rule systems. Sometimes this takes place informally, through the adoption by leading actors of forms of behaviour or standardized solutions that create expectations or are copied by others. Sometimes coordination is achieved through the harmonization of national or regional laws and regulations, for example through increasing standardization of contract forms or liability rules. But frequently specialized rules and rule systems also emerge through intergovernmental cooperation, and in particular with the assistance of (specialized) intergovernmental organizations. The result is the emergence of regimes of international law that have their basis in multilateral treaties and acts of international organizations, specialized treaties and customary patterns that are tailored to the needs and interests of each network but rarely take account of the outside world. This is the background to the concern about fragmentation of international law: the rise of specialized rules and rule systems that have no clear relationship to each other".

¹⁹³ Ivi, par. 490: "Not all substantive problems have been dealt with. For example, questions about "soft law", as a special type of law with its own idiosyncratic ("soft") enforcement and dispute settlement mechanisms, have not been subjected to discussion. Nevertheless, to the extent that soft law claims to exist "in clinical isolation" from "hard law", much of what has been said about the relationships between special and general law in chapter II applies to it. Likewise, questions having to do with the emergence of patterns of constraint out of private or combined public-private activities—including *lex mercatoria* or other types of informal regulation of transnational activities—and their effects on traditional law-making have been left outside this study".

Con il termine di “stagnazione” del diritto internazionale, invece, si fa riferimento, d'accordo con il lavoro svolto da PAUWELYN, WESSEL e WOUTERS “*The Stagnation of International Law*”¹⁹⁴, al fenomeno secondo cui il diritto internazionale tradizionale sembra immobile e inerme di fronte all’evoluzione della realtà sociale internazionale, che si misura in termini di nuovi attori, processi e *output* normativi¹⁹⁵, quali quelli riferibili al diritto transnazionale e alla *global governance*, che non solo si pongono al di fuori della struttura formale dell’ordinamento, ma che gli Stati non sembrano nemmeno intenzionati a regolare tramite trattati¹⁹⁶.

Secondo gli Autori, l’emersione di tali nuovi fenomeni normativi sottende una radicale trasformazione *in fieri* del sistema giuridico internazionale, il cui fondamento normativo sembra spostarsi sempre di più dal tradizionale “*thin state consent*”, alla base della costruzione westfaliana del diritto internazionale come diritto formatosi per effetto del consenso legittimamente manifestato da Stati parimenti sovrani, ad un inedito “*thin stakeholder consensus*”, il quale si pone, invece, alla base di nuovi modelli organizzativi e cooperativi costruiti su *network* transnazionali che coinvolgono una pluralità di diversi *stakeholder*, pubblici e privati, e che danno origine a fenomeni normativi che appartengono sostanzialmente al diritto internazionale, ma che, formalmente, sembrano restarne irrimediabilmente esclusi¹⁹⁷. Sul punto, gli Autori citati concludono la propria analisi con un

¹⁹⁴ Cfr. J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS, *The Stagnation of International Law*, in *Leuven Centre for Global Governance Studies Working Paper*, 97, 2012.

¹⁹⁵ Cfr. *Ivi*, pp. 10-12: “*we are witnessing a move from societies of individuals (at the national level) and a society of territorial states (at the international level) to an increasingly transnational society of networks. These networks both disaggregate the state and transcend the state. Within states, new internationally active actors have emerged which cooperate with their counterparts across borders, be they industry or sector specific regulators, competition authorities, central banks, provinces or cities, judges or parliaments. Beyond states, new actors have converged not on national, let alone sub-national interests of the nation state, but on economic or societal interests that span across territories, be it transnational corporations whose fortunes are spread across the globe, single-issue, global NGOs (...) or international coalitions of consumers, farmers, workers or other special interests or citizen groups. (...) This diverse network society has given rise to new actors and new forms or processes of cooperation, other than those traditionally recognized by international law (...). In sum, the societal undercurrents described above – essentially, the emergence of an increasingly diverse and complex network/knowledge society – is transforming the actors, processes and outputs at work or required to deliver international cooperation. The actors (central state authorities), processes (formal lawmaking in IOs) and outputs (rigid treaties or IO decisions) recognized in traditional international law are not adapted. That is what explains the stagnation of international law*”.

¹⁹⁶ Il punto di partenza della riflessione svolta dai citati Autori consiste proprio nella constatazione che l’attività di *law-making* internazionale svolta tramite la conclusione di trattati ha subito un notevole rallentamento, dopo una fase di continua espansione, a partire dalla fine degli anni ‘90. Cfr. *Ivi*, pp. 4 ss.

¹⁹⁷ Cfr. *Ivi*, pp. 38-39: “*This paper challenges the assumption that traditional international law is, by definition, legitimate and new forms must be presumed not to be. Instead, it points at “thin state consent” as the increasingly flimsy basis of traditional international law and an emerging, normatively superior benchmark of “thick stakeholder consensus” that underlies many of the new forms of cooperation. Our point is not that new forms are without problems (some need, in particular, more input by external stakeholders and more domestic oversight), just that new and traditional must be continuously kept in check and, if so, that both can offer legitimate forms of cooperation*”.

monito, che merita di essere riportato per intero: “*Why is it, for example, that in the face of the stagnation of international law, law schools continue to teach only traditional international law and leave new forms of cooperation to international relations scholars? If we want to keep both the field and its students sociologically relevant we will need to look beyond the four corners of traditional actors, processes and outputs*”¹⁹⁸.

Nello scenario generale qui brevemente descritto, l’Agenda 2030 merita uno specifico approfondimento, in quanto si pone, rispetto ad esso, sia in linea di continuità, che in linea di innovazione. Sotto il primo profilo, l’Agenda conferma la volontà degli Stati di riformare l’ordinamento internazionale a supporto dello Sviluppo sostenibile attraverso atti politici e di *soft-law*, che, da un lato, non obblighino gli Stati al raggiungimento di determinati obiettivi di Sviluppo sostenibile né all’adozione di specifiche politiche al riguardo, e, dall’altro lato, promuovano la cooperazione e le iniziative tra una pluralità di soggetti e attori sulla base di principi e linee-guida comuni e nel comune interesse.

Sotto il secondo profilo, l’Agenda 2030 introduce un nuovo modello di *governance* propriamente internazionale¹⁹⁹, caratterizzato da elementi peculiari. In primo luogo, si tratta di un innovativo e inedito modello di “*governing through goals*”, basata sulla definizione di obiettivi universali ed universalmente applicabili a cui chiunque può fare riferimento²⁰⁰, nonché, come visto, su principi di natura procedurale, che includono specific *means of implementation* e meccanismi di *review* e *follow-up*. In secondo luogo, l’Agenda incentiva le iniziative degli attori privati e della società civile e la collaborazione tra settore pubblico e privato quali legittime componenti della “*global partnership for sustainable development*” di cui al SDG 17²⁰¹. Nel merito, l’Agenda propone, dunque, una *governance* dello Sviluppo sostenibile pluralista, aperta, inclusiva e collaborativa²⁰², pienamente sintetizzabile nella formula *partnership* globale e *multi-stakeholder* utilizzata dall’Agenda²⁰³.

¹⁹⁸ Cfr. *Ivi*, p. 39.

¹⁹⁹ Dal momento che l’Agenda 2030 rientra a pieno titolo tra gli atti giuridici internazionali, trattandosi di *soft-law* approvata dagli Stati in sede di Assemblea Generale delle Nazioni Unite e destinata a realizzare interessi dell’intera Comunità internazionale, le disposizioni in essa contenute devono anch’esse considerarsi come rilevanti nella prospettiva propriamente internazionale nel senso anzidetto.

²⁰⁰ Cfr. in particolare: N. KANIE, F. BIERMANN (eds.) *Governing through Goals: Sustainable Development Goals as Governance Innovation*, Cambridge, 2017; F. BIERMANN, N. KANIE, R.E. KIM, *Global governance by goal-setting: the novel approach of the UN Sustainable Development Goals*, in *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 26-27, 2017, pp. 26-31 (cfr. p. 26: “*While past global governance efforts have relied largely on top-down regulation or market-based approaches, the SDGs promise a novel type of governance that make use of non-legally binding, global goals set by the UN member states*”).

²⁰¹ V. *supra* § 4.

²⁰² Cfr. al riguardo N. KANIE, F. BIERMANN (eds.) *Governing through Goals*, cit.; nonché F. BIERMANN, N. KANIE, R.E. KIM, *Global governance by goal-setting*, cit.

²⁰³ Cfr. Agenda 2030, cit., SDG 17, punti 17.16 e 17.17.

Così facendo, l'Agenda 2030 sembra dare piena legittimazione internazionale, nel contesto del modello di *governance* proposto, a tutte le iniziative transnazionali private o ibride volte al perseguimento di interessi e obiettivi internazionalmente rilevanti.

L'Agenda 2030 non risolve, da sola, il problema della norma di riconoscimento necessaria per l'eventuale inclusione delle istituzioni e delle fonti transnazionali private nell'ordinamento internazionale. Ciò, peraltro, lascia del tutto aperta la questione di come raccordare il diritto internazionale pubblico, il diritto interno e l'insieme dei principi, delle norme, degli strumenti giuridici e delle prassi che, non appartenendo a nessuno dei citati ordinamenti, sono generalmente inquadrati dalla dottrina, come detto, ricorrendo alla categoria concettuale del diritto transnazionale. Infatti, così ricostruito, il diritto transnazionale non è parte del diritto internazionale pubblico, con tutte le conseguenze del caso in termini di legittimità, responsabilità, regolamentazione e controllo dell'attività degli attori non-statali coinvolti nel perseguimento di interessi e obiettivi internazionalmente rilevanti.

Ad ogni modo, l'Agenda 2030, nel legittimare tali tipi di iniziative, fornisce altresì principi-guida che devono ispirare la *governance* di tale *global partnership for sustainable development*, che l'evoluzione della prassi in materia potrà portare ad una maggiore formalizzazione. Così facendo, l'Agenda 2030 apre nuovi scenari per la *governance* e il *law-making* in materia di Sviluppo sostenibile che si pongono ai confini del diritto internazionale tradizionalmente inteso, legittimando ed auspicando il coinvolgimento di tutti gli *stakeholder* nella *governance* dello Sviluppo sostenibile e l'utilizzo di soluzioni e strumenti giuridici innovativi, nonché offrendo principi-guida per coordinare le varie iniziative a livello internazionale, sempre sulla basi di atti giuridici non vincolanti.

§ 7. Lo Sviluppo sostenibile come bene pubblico globale.

Uno specifico approfondimento merita, infine, il rapporto tra lo Sviluppo sostenibile, come sopra definito, e la categoria dei *global public goods*²⁰⁴. Trattasi, quest'ultima, di una

²⁰⁴ La letteratura sui beni pubblici globali è sconfinata. Si riporta, al riguardo, la principale letteratura economica e giuridica di riferimento: (a) economica: P. SAMUELSON, *The Pure Theory of Public Expenditure*, in *Review Economics and Statistics*, 36, 1954; M. OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge 1965; G. HARDIN, *The Tragedy of the commons*, cit.; R. CORNES, T. SANDLER, *The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods*, Cambridge, 1996; (b) giuridica: M. Ferroni, A. Mody (eds.), *International Public Goods*, Washington, 2002; D. LONG, F. WOOLLEY, *Global Public Goods: Critique of a UN Discourse*, in *Global Governance*, 15(1), 2009, pp 107-122; D. BODANSKY, *What's*

categoria, mutuata dalla scienza economica²⁰⁵, che non trova specifico e formale riconoscimento nelle fonti internazionali, ancorché presenti significativi punti di contatto con altre categorie giuridicamente rilevanti²⁰⁶, ma è utilizzata nei documenti delle Organizzazioni internazionali²⁰⁷ e dalla letteratura giuridica internazionale²⁰⁸ come riferimento teorico per affrontare questioni relative al governo internazionale dell'economia nella prospettiva di promuovere lo Sviluppo sostenibile e, più in generale, di risolvere problemi di azione collettiva e di *governance* globale.

I beni pubblici globali sono definiti come beni pubblici, caratterizzati da non-rivalità e non-esclusività, che apportano benefici universali dal punto di vista geografico, socio-economico e generazionale²⁰⁹. In primo luogo, deve trattarsi di beni pubblici. Questi ultimi si individuano sulla base dei sopra menzionati elementi: non-rivalità e non-esclusività. Il primo elemento esprime la condizione generale dei beni pubblici, il cui consumo da parte di un agente non incide sulla facoltà degli altri di farne parimenti uso. Il secondo elemento esprime, invece, la condizione concreta in cui versano i beni pubblici, il cui consumo da parte di un agente non può essere materialmente impedito né dal singolo né dalla collettività. In secondo luogo, tali beni pubblici, per essere considerati globali, devono poter produrre

in a Concept? Global Public Goods, International Law, and Legitimacy, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012, pp. 651-668; G. SHAFFER, *International Law and Global Public Goods in a Legal Pluralist World*, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012, pp. 669-693; N. KRISCH, *The Decay of Consent: International Law in an Age of Global Public Goods*, in *American Journal of International Law*, 108(1), 2014; J.S. BARKIN, Y. RASHCHUPKINA, *Public Goods, Common Pool Resources, and International Law*, in *The American Journal of International Law*, 111(2), 2017, pp. 376-394.

²⁰⁵ Il concetto di bene pubblico, già esaminato da DAVID HUME e ADAM SMITH, è stato per la prima volta formulato in chiave scientifico-economica da PAUL SAMUELSON negli anni '50 (P. SAMUELSON, *The Pure Theory of Public Expenditure*, cit.) ed è stato applicato alle scienze politiche da MANCUR OLSON nel 1965 (M. OLSON, *The Logic of Collective Action*, cit.). È entrato nel lessico giuridico a partire dal finire del secolo scorso.

²⁰⁶ Cfr. D. BODANSKY, *What's in a Concept?*, cit., p. 653; si tratta degli obblighi *erga omnes* e di *common concern* (v. *infra*).

²⁰⁷ La categoria dei beni pubblici globali ha assunto rilievo giuridico proprio a partire da tre studi condotti su incarico e fatti propri dallo United Nations Development Program (UNDP) agli inizi del presente secolo: I. KAUL, I. GRUNBERG, M. STERN (eds.), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, New York, 1999; I. Kaul (ed.), *Providing Global Public Goods: Managing Globalization*, New York, 2003; I. KAUL, P. CONCEIÇÃO (eds.), *The New Public Finance: Responding to Global Challenges*, New York, 2006. Cfr. anche WORLD BANK, *Poverty reduction and global public goods. A progress report*; INTERNATIONAL TASK FORCE ON GLOBAL PUBLIC GOODS, *Meeting Global Challenges: International Cooperation in the National Interest*, New York, 2006.

²⁰⁸ V. *supra* nota 204, sub b), per la bibliografia di riferimento.

²⁰⁹ Così, tra gli altri, si esprime lo United Nations Development Program (UNDP), secondo cui: “*Global public goods must meet two criteria. The first is that their benefits have strong qualities of publicness – that is, they are marked by nonrivalry in consumption and nonexcludability. These features place them in the general category of public goods. The second criterion is that their benefits are quasi universal in terms of countries (covering more than one group of countries), people (accruing to several, preferably all, population groups), and generations (extending to both current and future generations, or at least meeting the needs of current generations without foreclosing development options for future generations). This property makes humanity as a whole the publicum, or beneficiary of global public goods*” (I. KAUL, I. GRUNBERG, M. STERN (eds.), *Global Public Goods*, cit., pp. 2-3).

benefici o esternalità positive effettivamente universali in termini geografici (al di là dei confini di singoli Stati o gruppi di Stati), socio-economici (per tutti i gruppi sociali) e generazionali (nell'interesse delle generazioni presenti e future ovvero dell'intera Umanità)²¹⁰. Sono considerati beni pubblici globali, tra gli altri, l'ambiente, la salute, la pace, i diritti umani, la mitigazione del cambiamento climatico e la stabilità finanziaria²¹¹.

I beni pubblici globali comportano, per definizione, il problema del *free-riding*. Infatti, la caratteristica dei beni pubblici di essere non-rivali e non-escludibili implica la possibilità per un agente malevolo di godere dei benefici derivanti dal suo consumo, non solo senza sopportarne i costi di produzione, ma anche ponendo in essere comportamenti che ne riducano i benefici comuni. Da un lato, infatti, la non-rivalità tende a ridurre l'impegno della collettività nel produrre tali beni, a causa dell'elevato rischio di comportamenti opportunistici; dall'altro lato, la non-escludibilità disincentiva, nella prospettiva di mercato, tanto i comportamenti virtuosi, quanto l'adozione di misure di contrasto al *free-riding*, per via dell'impossibilità pratica di impedire agli agenti malevoli di consumare tali beni e godere dei relativi benefici²¹². Di conseguenza, la razionalità economica individuale non può che considerare i beni pubblici come beni la cui produzione è per il singolo antieconomica, ma il cui consumo opportunistico può, invece, generare vantaggi economici. Il problema del *free-riding* nei beni pubblici globali, dunque, genera automaticamente i cosiddetti *market-failures* e solleva problematiche di *governance* e di azione collettiva di difficile risoluzione²¹³. Si ritiene, infatti, che solo l'adozione di strategie di tipo cooperativo possa consentire alla collettività di governare i beni pubblici in modo da aumentarne la produzione e ridurre il consumo opportunistico²¹⁴.

Con riferimento allo Sviluppo sostenibile, quale insieme di obiettivi di natura climatico-ambientale ed economico-sociale, si osserva come molti di essi siano qualificabili

²¹⁰ Cfr. KAUL, I. GRUNBERG, M. STERN (eds.), *Global Public Goods*, cit., pp. 3 ss.

²¹¹ Cfr. D. LONG, F. WOOLLEY, *Global Public Goods*, cit.; D. BODANSKY, *What's in a Concept?*, cit.: N. KRISCH, *The Decay of Consent*, cit.

²¹² Cfr. D. BODANSKY, *What's in a Concept?*, cit., p. 653, secondo cui: "The non-rivalrous and non-excludable aspects of public goods create a tension. On the one hand, because public goods are non-excludable, they tend to be under-provided, since people can free ride on the efforts of others. On the other hand, because public goods are non-rival, efforts to encourage their production through exclusion are inefficient, since they prevent people from getting the benefit of goods the consumption of which involves no marginal cost".

²¹³ Cfr. Ivi, p. 658, secondo cui: "Global public goods involve externalities writ large, and thus raise the familiar problems associated with externalities. To the extent that a good provides uncompensated benefits to the international community, it tends to be under-provided. Since states cannot be excluded from receiving the benefits of a global public good, whether they contributed to its creation or not, they are able to free ride on the efforts of others. Conversely, to the extent that a global public good is bad – to the extent that it produces negative rather than positive externalities – then it tends to be over-provided".

²¹⁴ Cfr. L. SACCONI, S. OTTONE (ed.), *Beni comuni e cooperazione*, Bologna, 2015.

come beni pubblici globali: la tutela dell'ambiente, la conservazione della biodiversità, la mitigazione del cambiamento climatico, i diritti umani, la salute, l'accesso all'acqua e altri. È, altresì, possibile argomentare come tutti i 17 SDGs rappresentino ciascuno un bene pubblico globale.

Tuttavia, si ritiene più significativo inquadrare lo Sviluppo sostenibile nel suo complesso come bene pubblico globale a sé stante. In particolare, sono da considerarsi beni pubblici globali l'insieme delle iniziative a supporto dello Sviluppo sostenibile e degli SDGs, che l'Agenda 2030 raccomanda a tutti gli attori economici, invitandoli a modularle sulla base degli obiettivi e dei *target* ivi individuati. Applicando al caso concreto la definizione sopra riportata, appare evidente come i benefici di tali iniziative assumano per definizione natura universale: se non fossero in grado di produrre benefici per l'intera collettività, non potrebbero considerarsi pertinenti allo Sviluppo sostenibile. Quanto, invece, alle caratteristiche di non-rivalità e non-escludibilità, occorre fare riferimento alle modalità con cui tale bene può essere consumato: da un lato, chiunque può assumere iniziative a supporto dello Sviluppo sostenibile senza poter escludere gli altri dal fare altrettanto (consumo non-rivale); dall'altro lato, a nessuno può essere materialmente impedito di assumere iniziative che promettano di realizzare obiettivi di Sviluppo sostenibile e non darvi effettivamente seguito (consumo non-escludibile). Ciò vale per tutti gli attori coinvolti, in particolare Stati e attori privati, che possono approfittare delle iniziative altrui senza assumerne di proprie ovvero assumendo iniziative non effettive o elusive. Tale fenomeno è anche indicato come *greenwashing* o, più precisamente, come *SDG-washing*, e può risultare tanto da una condotta di uno Stato, quanto dalla condotta di attori non-statali. In effetti, il problema della *governance* dello Sviluppo sostenibile e degli SDGs non ha ancora trovato soluzione, proprio in considerazione della difficoltà – se non dell'impossibilità – pratica di stabilire a livello internazionale meccanismi di *enforcement* che consentano di prevenire e reprimere il *free-riding* con riferimento a qualsivoglia iniziativa che si dichiari funzionale allo Sviluppo sostenibile. In tale prospettiva, l'Agenda 2030 ripone molta fiducia, come visto, nella cooperazione e collaborazione tra tutti gli attori coinvolti e nei menzionati meccanismi di *follow-up* e *review*.

La qualificazione dello Sviluppo sostenibile, o meglio dell'insieme delle iniziative a supporto dello Sviluppo sostenibile, come bene pubblico globale ha due principali implicazioni pratiche. La prima, meramente descrittiva, serve a ricondurre ad unità i molteplici beni pubblici globali che sono sottesi allo Sviluppo sostenibile, ricomprendendoli in un unico bene, nonché a conferire rilevanza giuridica internazionale, quale bene pubblico

globale, all'insieme dei comportamenti che promettano di dare attuazione all'Agenda 2030 e, quale fenomeno patologico tipico di *free-riding*, alle corrispondenti condotte di *SDG-washing*. Il riferimento alla categoria dei beni pubblici globali può aiutare ad affrontare più efficacemente, in sede di *governance* e *policy-making* internazionale, il fenomeno patologico descritto, soprattutto se ascrivibile a comportamenti di singoli Stati.

La seconda implicazione, dal carattere più prescrittivo, consiste nella chiara identificazione del bene giuridico da tutelare a livello internazionale nell'ambito di qualsiasi politica a sostegno dello Sviluppo sostenibile. In termini positivi, ogni politica di Sviluppo sostenibile, in quanto riferibile ad un bene pubblico globale, deve tenere conto delle difficoltà sottese al problema del *free-riding* e del *greenwashing*; di conseguenza, deve adeguare il modello di *governance* alle caratteristiche del bene tutelato e alle peculiarità del fenomeno patologico connesso. In termini negativi, ogni politica di Sviluppo sostenibile può essere censurata sotto il profilo dell'inidoneità a governare un bene pubblico globale, laddove non consenta di controllare efficacemente le condotte devianti ed elusive.

Infine, ulteriori implicazioni possono ricavarsi dal collegamento tra la categoria dei beni pubblici globali e i concetti giuridici internazionali di "*common concern of humankind*" e di "obblighi *erga omnes*".

La prima categoria citata, formatasi in via convenzionale nel quadro del diritto internazionale dell'ambiente²¹⁵ e sempre più esplorata in letteratura²¹⁶, riguarda i più gravi problemi che affliggono l'intera Comunità internazionale e per i quali sono necessari sforzi collettivi²¹⁷. In dottrina, è stato sostenuto che il riconoscimento di un determinato problema

²¹⁵ Cfr. F. BIERMANN, *Common Concern of Humankind: The Emergence of a New Concept of International Environmental Law*, in *Archiv Des Völkerrechts*, 34(4), 1996, pp. 426-481. Cfr. anche: Convenzione di Washington sull'Antartide (1956), Preambolo; Convenzione sulla Biodiversità (1992), Preambolo; United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC), Preambolo; cfr. Accordo di Parigi sul clima (2015), Preambolo.

²¹⁶ Cfr. F. BIERMANN, *Common Concern of Humankind*, cit.; L. HORN, *Globalisation, sustainable development and the common concern of humankind*, in *Macquarie Law Journal*, 7, 2007, pp. 53-80; D. SHELTON, *Common Concern of Humanity*, in *Environmental Law and Policy*, 39/2, 2009, pp. 83 ss.; F. SOLTAU, *Common Concern of Humankind*, in C.P. CARLARNE, K.R. GRAY, R. TARASOFKY (eds.), *The Oxford Handbook of International Climate Change Law*, Oxford, 2006; C. BOWLING, E. PIERSON, S. RATTÉ, *The Common Concern of Humankind: A Potential Framework for a New International Legally Binding Instrument on the Conservation and Sustainable Use of Marine Biological Diversity in the High Seas*, Cambridge, 2018; T. COTTIER, *The Principle of Common Concern of Humankind*, in ID. (ed.), *The Prospects of Common Concern of Humankind in International Law*, Cambridge, 2021, pp. 3-92; S. LOTHIAN, *Forget Me Not: Revisiting the Common Concern of Humankind Concept in the BBNJ Context*, in *Environmental and Planning Law Journal*, 38(3), 2021, 189-203. Per un'analisi critica della teoria dei *common concern*, cfr. G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit., pp. 90 ss.

²¹⁷ Sulla definizione di *common concern of humankind*, cfr., tra gli altri F. SOLTAU, *Common Concern*, cit., pp. 207-208, che identifica le seguenti caratteristiche fondamentali: gli interessi rilevanti si estendono al di là di quelli dei singoli stati e toccano valori di rilevanza globale; le minacce a tali interessi si contraddistinguono per la loro gravità e potenziale irreversibilità; la tutela degli interessi coinvolti richiede un'azione collettiva e

come *common concern* comporterebbe, per tutti gli Stati, i seguenti effetti giuridici: (i) un obbligo rafforzato di cooperazione, oltre i limiti in cui tale obbligo è inteso, in generale, nel diritto internazionale pubblico; (ii) l'obbligo di dare attuazione agli obblighi e agli impegni internazionali in materia, nonché di adottare misure interne che possano produrre effetti al di fuori dei confini nazionali per affrontare il problema comune; (iii) l'obbligo per gli Stati di agire e di adottare contromisure nei confronti degli Stati che agiscono in mala fede o in maniera elusiva, nel rispetto del principio generale di proporzionalità²¹⁸. Questi obblighi, nascenti dai *common concern*, deriverebbero dalla natura solidale della responsabilità che farebbe capo agli Stati, *uti singuli* e *uti universi*, di cooperare tra loro per risolvere le più gravi problematiche di rilevanza internazionale, e che imporrebbe loro di adottare risposte collettive e idonee contromisure nei confronti degli Stati recalcitranti.

Con riferimento allo Sviluppo sostenibile sembra prematuro poter impostare il problema del *free-riding* ricorrendo alla categoria emergente degli obblighi di *common concern*, ancorché taluni specifici problemi collettivi che lo Sviluppo sostenibile vuole risolvere, come il cambiamento climatico, la perdita della biodiversità, la desertificazione e l'inquinamento dei mari, siano già stati qualificati come tali²¹⁹. Ciononostante, l'aggravarsi della crisi climatica e ambientale in atto o il significativo avanzamento del processo di transizione verso lo Sviluppo sostenibile potrebbero in futuro fondare la qualificazione delle condotte di *SDG-washing* da parte di taluni Stati come *concern of humankind*, laddove minaccino l'effettiva transizione verso lo Sviluppo sostenibile; in tale scenario, gli altri Stati sarebbero non solo legittimati, ma anche obbligati ad agire anche tramite contromisure per dare esecuzione ad obblighi derivanti dai *common concern* prima descritti.

La categoria degli obblighi *erga omnes*, invece, è ben più radicata nel diritto internazionale generale e afferisce alla natura di taluni obblighi di diritto internazionale, che, diversamente da quelli *inter partes*, impegnano ciascuno Stato nei confronti di tutta la Comunità internazionale, con la conseguenza che, in caso di inadempimento, spetta a tutti gli Stati agire *uti universi* nell'interesse dell'intera Comunità internazionale per darne

comporta responsabilità condivisa e solidale tra gli Stati. Sul punto, cfr. anche F. BIERMAN, *Common Concern of Humankind*, cit., L. HORN, *Globalisation, sustainable development and the common concern of humankind*, cit.; C. BOWLING, E. PIERSON, S. RATTÉ, *The Common Concern of Humankind*, cit.; T. COTTIER, *The Principle of Common Concern of Humankind*, cit.

²¹⁸ Cfr. T. COTTIER, *The Principle of Common Concern of Humankind*, cit.

²¹⁹ Cfr. la bibliografia riportata *supra* nota 216, nonché T. COTTIER, P. AERNI, B. KARAPINAR, S. MATTEOTTI, J. DE SÉPIBUS, A. SHINGAL, *The Principle of Common Concern and Climate Change*, in *Archiv Des Völkerrechts*, 52(3), 2014, pp. 293-324.

concreta attuazione²²⁰. Come osservato in letteratura²²¹, la categoria degli obblighi *erga omnes*, elaborata in materia di responsabilità degli Stati per gravi violazioni del diritto internazionale umanitario e dei diritti umani, è sempre più studiata con riferimento ai beni pubblici globali, la cui tutela internazionale non può che sostanziarsi, secondo il principio di solidarietà²²², in obblighi di natura appunto solidale, che fanno capo a ciascuno Stato nei confronti dell'intera Comunità internazionale complessivamente considerata e, pertanto, in obblighi aventi efficacia *erga omnes*. Si tratta, tuttavia, di costruzioni teoriche che, con riferimento al tema dei *global public goods*, non trovano al momento conferma in atti e prassi internazionali e che necessitano di ulteriori sviluppi affinché possano tradursi in applicazioni pratiche rilevanti per la tutela internazionale dei beni in esame.

²²⁰ Cfr., innanzitutto, CORTE INTERNAZIONALE DI GIUSTIZIA, *Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited (Belgium v. Spain) (1962-1970)*, 1970, Second Phase, Judgment, p. 32 secondo cui “an essential distinction should be drawn between the obligations of a State towards the international community as a whole, and those arising vis-à-vis another State in the field of diplomatic protection. By their very nature the former are the concern of all States. In view of the importance of the rights involved, all States can be held to have a legal interest in their protection; they are obligations *erga omnes*”. La letteratura in materia è sconfinata; tra gli altri, cfr.: M. RAGAZZI, *The Concept of International Obligations Erga Omnes*, Oxford, 2000; C. TOMUSCHAT, J. THOUVENIN (eds.), *The Fundamental Rules of the International Legal Order: Jus cogens and Obligations Erga omnes*, Leiden, 2005; P. PICONE, *Comunità internazionale e obblighi erga omnes: studi critici di diritto internazionale*, Napoli, 2006; E.A. POSNER, *Erga Omnes Norms, Institutionalization, and Constitutionalism in International Law*, in *John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper*, 419, 2008; P. PICONE, *Gli obblighi erga omnes tra passato e futuro*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2015, pp. 1081-1108;

²²¹ Cfr. P. PICONE, *Gli obblighi erga omnes tra passato e futuro*, cit., pp. 14 ss.

²²² Cfr. R. WOLFRUM, C. KOJIMA (eds.), *Solidarity: A Structural Principle of International Law*, Heidelberg, 2009; H. HESTERMEYER (ed.), *Coexistence, Cooperation and Solidarity. Liber Amicorum Rüdiger Wolfrum*, Leiden-Boston, 2012; E. RIETER, H. DE WAELE (eds), *Evolving Principles of International Law. Studies in Honour of Karel C. Wellens*, Leiden-Boston, 2012; W. BENEDEK, K. DE FEYTER, M.C. KETTEMANN, C. VOIGT, *The Common Interest in International Law*, Cambridge, 2014.

Capitolo II

La Finanza sostenibile come fenomeno globale entro il processo di riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale

§ 1. Finanza ed etica; sostenibilità e diritto: il nuovo paradigma della Finanza sostenibile.

Solo in tempi recenti la relazione tra “finanza” ed “etica” è stata oggetto di importanti innovazioni e trasformazioni a livello globale¹, che l’hanno proiettata ben oltre i confini di comunità religiose, organizzazioni filantropiche ed enti benefici, entro cui è stata per lungo tempo confinata², divenendo un tema di discussione centrale sia dal punto di vista economico e di mercato, sia dal punto di vista politico, giuridico e istituzionale³.

Nell’ultimo decennio, in effetti, l’evoluzione del dibattito sullo Sviluppo sostenibile ha indotto un generale ripensamento in merito al rapporto tra economia e sostenibilità, e in particolare tra sistema finanziario internazionale⁴ e obiettivi di Sviluppo sostenibile,

¹ Con il termine “innovazioni” si vuole fare riferimento ai cambiamenti introdotti dal mercato, per effetto di iniziative assunte dagli attori economici in merito all’offerta di prodotti e servizi finanziari qualificati come sostenibili per le specifiche caratteristiche strutturali e per le finalità espressamente perseguite; con il termine “trasformazioni” si vuole, invece, fare riferimento ai cambiamenti introdotti da Stati e regolatori attraverso appositi atti normativi che disciplinano varie fattispecie finanziarie in merito ai relativi aspetti di sostenibilità.

² Storicamente, nell’età moderna e contemporanea, “finanza” ed “etica” si sono sempre più posti come mondi separati e antitetici, caratterizzati da pochissimi punti di contatto: infatti, l’agire economico impone razionalmente di perseguire l’obiettivo egoistico del profitto, sopprimendo o minimizzando ogni considerazione di natura etico-morale, mentre l’agire etico impone moralmente di perseguire obiettivi altruistici, sopprimendo o minimizzando ogni aspettativa di ritorno economico. Di conseguenza, sino all’avvento della Finanza sostenibile negli ultimi anni, è possibile ritrovare una qualche forma di interazione tra mondo della finanza e mondo dell’etica unicamente presso comunità religiose, organizzazioni filantropiche ed enti benefici, oltre che presso talune rare e peculiari realtà imprenditoriali e finanziarie. Oggigiorno, invece, l’intero movimento della Finanza sostenibile si caratterizza proprio per l’integrazione tra l’obiettivo del profitto economico e le finalità di sostenibilità ambientale e/o sociale perseguite.

³ La convergenza di iniziative private e di mercato, di iniziative politiche internazionali e di iniziative regolatorie interne sotto l’egida della “Finanza sostenibile” hanno portato il tema in esame al centro del dibattito economico-finanziario, politico-istituzionale e giuridico a livello globale e internazionale. Sul punto, v. *infra*.

⁴ Con sistema finanziario internazionale si intende, nella prospettiva economica, l’insieme delle attività finanziarie, produttive di interessi e rendimenti, delle istituzioni finanziarie bancarie e non bancarie, dei mercati finanziari che negoziano e determinano i prezzi di tali attività e delle attività non di mercato tramite le quali può avvenire lo scambio di attività finanziarie (sul punto, v. *infra* § 8.). In altri termini, il sistema finanziario

evidenziando la necessità di ‘riorientare’ i flussi finanziari privati in favore di attività ‘allineate’ allo Sviluppo sostenibile, che siano in grado di apportare benefici all’ambiente, al clima e alla società complessivamente considerata⁵. È ampiamente noto, infatti, che la transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile non possa realizzarsi attingendo solamente alle risorse a disposizione di Stati e Organizzazioni internazionali⁶, ma richiede l’afflusso di ingenti capitali privati, sia in forma di investimenti esteri diretti, sia in forma di strumenti e servizi finanziari⁷. Ciò, peraltro, è specificamente enunciato e dichiarato nell’Addis Ababa Action Agenda tra i vari *means of implementation* in materia di *domestic and international private business and finance* (Action Area B) dell’Agenda⁸. In altri termini, occorre applicare il concetto di Sviluppo sostenibile alla finanza privata, proprio come auspicato dal Rapporto Brundtland⁹.

Per quanto riguarda nello specifico il settore dei servizi e dei mercati finanziari¹⁰, la necessità di allineare quest’ultimo allo Sviluppo sostenibile, per realizzare una crescita globale eco-sostenibile, resiliente al clima, inclusiva e di lungo periodo, assume una duplice,

internazionale comprende l’intero settore dei servizi e dei mercati finanziari internazionali. Ai fini del presente lavoro, tali termini sono utilizzati come sinonimi.

⁵ Così, infatti, si esprimono vari documenti dell’UNEP, pubblicati a partire dal 2015, che hanno intensificato il dibattito sul rapporto tra sistema finanziario internazionale e Sviluppo sostenibile (cfr. UNEP, *The Financial System We Need. Aligning Financial System with Sustainable Development*, 2015; UNEP, *The Financial System We Need. From Momentum to Transformation*, 2016; UNEP, *Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*, 2016; UNEP, *Accelerating Financial Centre Action on Sustainable Development: How International Cooperation Can Scale up Green and Sustainable Finance*, 2016; UNEP, WORLD BANK, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, 2017). Sul punto, v. *infra* § 3 e § 6.

⁶ È pacifico che le risorse a disposizione di Stati e Organizzazioni internazionali non sono da sole sufficienti a realizzare i 17 SDGs ovvero a concretizzare la transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile. Per una quantificazione delle risorse a tal fine necessarie, cfr. INTERNATIONAL MONETARY FUND, WORLD BANK, *From Billions to Trillions: Transforming Development Finance. Post-2015 Financing for Development: Multilateral Development Finance*, 2015.

⁷ Nel diritto internazionale dell’economia, la distinzione tra investimenti esteri diretti e investimenti di portafoglio, qui denominati con la formula strumenti e servizi finanziari, ha natura fondamentale. Col primo termine si identificano gli investimenti transfrontalieri effettuati con una visione e un interesse di lungo periodo e che comportano l’acquisizione del controllo di un’impresa: essi sono disciplinati dal diritto internazionale degli investimenti, che si basa su tratti bilaterali o multilaterali di investimento conclusi tra Paesi importatori ed esportatori di capitale. Col secondo termine si identificano gli investimenti e i prestiti acquistati sui mercati finanziari, internazionali e domestici, che non sono qualificabili come investimenti esteri diretti: a livello internazionale, essi sono disciplinati dal diritto internazionale finanziario.

⁸ Cfr. Addis Ababa Action Agenda, cit., Action Area B “*Domestic and International private business and finance*”, parr. 35-49.

⁹ Cfr. Rapporto Brundtland, cit., Overview, Punto 30: “*Sustainable development is not a fixed state of harmony, but rather a process of change in which (...) the direction of investments (...) are made consistent with future as well as present needs*”.

¹⁰ Diverse considerazioni, che non rientrano nell’oggetto della presente ricerca, possono invece svolgersi in merito agli altri *means of implementation* dell’Agenda, relativi in particolare alle risorse pubbliche interne per lo sviluppo (Action Area A), gli investimenti esteri diretti (che rientrano sempre nell’Action Area B, ma sono soggetti a diversi principi), la cooperazione internazionale per lo sviluppo e l’attività delle banche multilaterali di sviluppo (Action Area C), il commercio internazionale (Action Area D) e il debito pubblico e la sostenibilità del debito (Action Area E).

ma complementare finalità¹¹: (i) colmare la distanza tra finanziamento effettivo e finanziamento richiesto dello Sviluppo sostenibile e degli SDGs (il cosiddetto “*investment gap*”), soprattutto con riferimento ai Paesi meno sviluppati e per superare “*the great finance divide*” tra Nord e Sud del Mondo¹²; (ii) riallocare dal punto di vista sistemico i capitali privati verso attività ritenute sostenibili e coerenti con gli obiettivi dell’Agenda 2030, contro l’attuale e ben nota “*capital misallocation*” globale; a ciò, si aggiunge il bisogno di: (iii) prevenire e gestire i nuovi “*systemic risks*” derivanti dai cambiamenti climatici in atto e dal conseguente e necessario processo di transizione ecologica, che possono minare la stabilità del sistema finanziario internazionale nel medio-lungo periodo¹³. A tal fine, occorrerebbe, dunque, riformare progressivamente l’intero settore dei servizi e dei mercati finanziari, trasformandolo da ‘ostacolo economico’ a vera e propria ‘leva finanziaria’ per l’effettiva transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile¹⁴, sfruttando la capacità della finanza (in specie internazionale) di influire, tramite i meccanismi di mercato, sulle scelte decisionali delle imprese (in specie multinazionali), per indurle a rendere sempre più sostenibili i prodotti e i servizi offerti e i relativi processi produttivi, riducendone le esternalità ambientali e sociali ovvero trasformandole da negative a positive.

Naturalmente, ciò impone un radicale “cambio di paradigma” per l’intero settore finanziario¹⁵, che dovrebbe progressivamente abbandonare il modello, a tutt’oggi

¹¹ Le presenti finalità sono state individuate sulla base di un’analisi comparata dell’Agenda 2030 e dell’Addis Ababa Action Agenda, dei documenti riportati *supra* nota 5 e dei documenti e della bibliografia citati *infra*, in particolare § 2, § 3 e § 4.

¹² Cfr. il Report del 2022 dello UNITED NATIONS INTER-AGENCY TASK FORCE ON FINANCING FOR DEVELOPMENT del Dipartimento per gli Affari Economici e Sociale delle Nazioni Unite, intitolato proprio “*Bridging the Finance Divide*”, secondo cui “*the great finance divide*” è inteso come “*key driver of divergence*”. Il Report è strutturato sulla base delle Action Areas dell’Addis Ababa Action Agenda e offre analisi e raccomandazioni in materia di finanziamento allo sviluppo e *means of implementation* dell’Agenda 2030. Cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the Inter-agency task Force on Financing for Development. Financing for Sustainable Development Report 2022. Bridging the Finance Divide*, 2022.

¹³ Cfr. il Report elaborato dal NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS), un *network* che comprende oltre 80 banche centrali e supervisor finanziari con l’obiettivo di promuovere lo sviluppo di *best practices* per rafforzare il ruolo del sistema finanziario nella gestione dei rischi e nella mobilitazione di capitali in relazione ai cambiamenti climatici in corso: NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *First comprehensive report. A call for action. Climate change as a source of financial risk*, 2019. Cfr. anche E. FEYEN, R. UTZ, I. ZUCCARDI HUERTAS, O. BOGDAN, J. MOON, *Macro-Financial Aspects of Climate Change*, in *Policy Research Working Paper*, n. 9109, The World Bank, 2020.

¹⁴ Cfr. UNEP, WORLD BANK, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, cit., p. 9: “*As in previous structural transformation, the financial system will play a major role in this process: the full potential of the financial system needs to be harnessed to serve as an engine in the global economy’s transition towards sustainable development*”.

¹⁵ Al riguardo, cfr. in particolare A.M. FATEMI, I.J. FOOLADI, *Sustainable finance: A new paradigm*, in *Global Finance Journal*, 24(2), 2013, pp. 101-113 (cfr. p.113: “*the old approach to shareholder wealth maximization is no longer a valid guide to the creation of sustainable wealth. We propose the adoption of a framework that explicitly recognizes all incidental and incremental costs and benefits of a project, including all hereto externalized. We argue that (a) changes in the dynamics of the marketplace has necessitated such a shift in*

ampiamente dominante, della “Finanza tradizionale”, in cui le decisioni finanziarie sono prese pressoché esclusivamente sulla base di un’analisi rischio/profitto¹⁶, per abbracciare il modello alternativo della “Finanza sostenibile”, in cui assume pari rilevanza la valutazione sull’impatto ambientale e sociale delle attività finanziate, al fine di supportare lo Sviluppo sostenibile senza rinunciare ai ritorni finanziari¹⁷. Diversamente dalla Finanza tradizionale¹⁸, il nuovo paradigma della Finanza sostenibile, risultante dall’applicazione del concetto di Sviluppo sostenibile al settore finanziario, si basa sull’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (i cosiddetti “*Environmental, Social and Governance*” o “ESG” *factors* o *considerations*) nei servizi finanziari e nei processi decisionali dei relativi attori, con l’obiettivo ultimo di rendere i mercati finanziari strumentali e funzionali alle esigenze dello Sviluppo sostenibile. L’integrazione dei fattori ESG nell’offerta e nella disciplina dei servizi finanziari è l’elemento strutturale che caratterizza il modello della Finanza sostenibile¹⁹.

I fattori ESG, sebbene siano utilizzati in ambito finanziario già a partire dagli anni ’60, soprattutto come criteri di *screening* finalizzati ad escludere gli investimenti in imprese e attività particolarmente dannose per l’ambiente e la società (v. *infra* § 2), hanno acquisito rilevanza centrale nello scenario finanziario internazionale soprattutto nell’ultimo decennio, con l’esplosione del fenomeno della Finanza sostenibile a livello globale. Ognuno di tali

paradigm and that (b) firms that fail to adopt the sustainable value creation model will become the laggards of their sector, witnessing a gradual erosion in their market values”).

¹⁶ I servizi finanziari tradizionali sono finalizzati a massimizzare i profitti minimizzando i costi e i rischi: in tale prospettiva, le esternalità ambientali e sociali causate dalle attività sottostanti ai servizi offerti sono considerate unicamente come questioni di carattere etico, in quanto, comportando necessariamente maggiori costi, risultano controproducenti rispetto all’obiettivo economico perseguito. Il modello della Finanza tradizionale è piena espressione e traduzione sul piano finanziario del paradigma macro- e micro- economico tuttora dominante, secondo cui il benessere collettivo (ovvero lo sviluppo) si raggiunge massimizzando rispettivamente il Prodotto Interno Lordo e i profitti privati.

¹⁷ I servizi di Finanza sostenibile si basano sul perseguimento dell’obiettivo del profitto economico unitamente agli obiettivi di sostenibilità ambientale e/o sociale risultanti dalle caratteristiche strutturali dei vari servizi offerti: di conseguenza, le esternalità ambientali e sociali causate dalle attività sottostanti a tali servizi assumono piena rilevanza economica e giuridica. Il paradigma della Finanza sostenibile nasce come traduzione sul piano finanziario del modello dello Sviluppo sostenibile come integrazione tra economia, ambiente e società.

¹⁸ In merito alle differenze tra Finanza tradizionale e Finanza sostenibile, cfr. in particolare: A.M. FATEMI, I.J. FOOLADI, *Sustainable finance: A new paradigm*, cit.; S.T. FULLWILER, *Sustainable Finance. Building a More General Theory of Finance*, in *Global Institute for Sustainable Prosperity Working Paper*, 106, 2015; D. SCHOENMAKER, *Investing for the common good: a sustainable finance framework*, Bruegel, 2017; D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *A framework for sustainable finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2019; A.S. GUTTERMAN, *Sustainable finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2020; P. DELIMATISIS, *Sustainable Finance*, in P. DELIMATISIS, L REINS (eds.), *Trade and Environmental Law*, Cheltenham, 2021. Cfr. anche S. KUMAR, D. SHARMA, S. RAO, W.M. LIM, S.M. MANGLA, *Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research*, in *Annals of Operation Research*, 2022.

¹⁹ Cfr. su tutti P. DELIMATISIS, *Sustainable Finance*, cit.

fattori, infatti, è direttamente riconducibile al concetto di Sviluppo sostenibile e all’Agenda 2030: (E) le “considerazioni ambientali” si riferiscono sia all’adattamento e alla mitigazione del cambiamento climatico (cfr. SDG 13), sia all’ambiente più in generale (cfr. SDG 6, 7, 12, 14, 15); (S) le “considerazioni sociali”, invece, mirano a risolvere problematiche di disuguaglianze sociale, inclusione sociale, rapporti di lavoro e tutela dei diritti umani (cfr. SDG 1–11); (G) le “considerazioni di *governance*”, infine, riguardano le strutture di governo societario in merito ai rapporti con dirigenti, dipendenti e azionisti, nonché in materia di trasparenza, *disclosure*, *reporting*, controlli interni, gestione dei rischi, prevenzione degli illeciti e responsabilità (cfr. SDG 16)²⁰. Ciò rende tali strumenti assai utili per integrare lo Sviluppo sostenibile entro il perimetro delle attività economiche private e consentire di quantificare e confrontare le esternalità, negative o positive, da esse prodotte.

A livello internazionale, non esiste una definizione accreditata di Finanza sostenibile. L’Unione Europea, che, come si vedrà, ha assunto la *leadership* in materia, definisce quest’ultima come, “*the process of taking environmental, social and governance (ESG) considerations into account when making investment decisions in the financial sector, leading to more long-term investments in sustainable economic activities and projects*”²¹. Tale definizione (che peraltro non è contenuta in atti ufficiali, ma nel sito web dell’Unione²² ed è riproposta, anche in tal caso, nei siti web di alcune Organizzazioni internazionali²³) descrive il fenomeno in esame come un “processo” in cui, però, non è affatto esplicitata né

²⁰ Non esistono definizioni universalmente accreditate dei fattori ESG e delle relative componenti. Il concetto di ESG si è sviluppato nel tempo nella prassi finanziaria internazionale per effetto dell’attività di numerosi operatori del mercato, in particolare nell’ambito della valutazione delle *performance*, del *rating* e della creazione di indici in merito alla sostenibilità delle imprese finanziarie e non finanziarie, ed è penetrato nel lessico giuridico e politico-regolatorio internazionale. Per una panoramica, in chiave pratico-definitoria, degli ESG, cfr., tra gli altri: L. CAPLAN, J.S. GRISWOLD, W.F. JARVIS, *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*, Commonfund Institute, 2013, pubblicato online sulla pagina web <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED559300.pdf>; B. HUBER, M. COMSTOCK, *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2017, pubblicato online sulla pagina web <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>; G. GIESE, L.E. LEE, D. MELAS, Z. NAGY, L. NISHIKAWA, *Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance*, in *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 2019, pp. 69-83; D. DAUGAARD, *Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review*, in *Accounting & Finance*, 60(2), 2020, pp. 1501-1530.

²¹ Cfr. UNIONE EUROPEA, Glossary of summaries, disponibile alla pagina web ufficiale <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/glossary/sustainable-finance.html>. In un precedente momento, l’Unione l’aveva definita, sempre nel medesimo sito web, come “*the provision of finance to investments taking into account environmental, social and governance considerations*” (cfr. al riguardo A. COLETON, M. FONT BRUCART, P. GUTIERREZ, F. LE TENNIER, C. MOOR, *Sustainable Finance. Market practices*, European Banking Authority Staff Paper Series, 6, 2020, p. 5).

²² V. nota precedente. La Finanza sostenibile non è definita negli atti ufficiali dell’Unione, incluse le specifiche regolamentazioni su Disclosure, Taxonomy e Corporate Social Responsibility di cui *infra* § 4.

²³ Così la BANCA MONDIALE, cfr. <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/sustainable-finance>.

la misura, né la finalità con cui i fattori ESG debbano essere “*presi in considerazione*”, pur essendo chiarita la visione di lungo periodo che occorre a tal fine adottare. Per l’effetto, la definizione offerta, ancorché effettuata in via informale e a scopo prettamente descrittivo, è soggetta a varie critiche, riguardanti la scarsissima portata normativa ed operatività pratica della medesima, soprattutto con riferimento al fenomeno del *greenwashing*, in quanto non consente di distinguere le attività che, basandosi sull’integrazione degli ESG, contribuiscono effettivamente allo Sviluppo sostenibile da quelle che non sono in grado di apportare alcun apprezzabile ed effettivo beneficio²⁴.

A livello transnazionale privato, l’International Capital Market Association, che è il principale *standard-setter* in tema di strumenti di debito sostenibile²⁵, ha, invece, proposto una definizione *per relationem* di Finanza sostenibile, che fa riferimento ai fenomeni della “*Green*”, “*Social*” e “*Climate Finance*” (finanza per l’ambiente, per la società e per il clima), aggiungendovi, come elemento ulteriore e specificante, l’inclusione di considerazioni di sostenibilità di lungo periodo e di stabilità finanziaria²⁶. In generale, non si rinvencono significativi documenti istituzionali che includano una chiara definizione di Finanza sostenibile.

In tale conteso, il dibattito sulla definizione della Finanza sostenibile sta acquisendo sempre più rilevanza nella letteratura giuridica. SCHOENMAKER, in particolare, individua tre diversi modi di intendere il fenomeno, distinguendo: la “Finanza sostenibile 1.0”, basata sul contenimento dei rischi derivanti dall’esposizione in attività ritenute non-sostenibili, soprattutto con riferimento a settori ad alte emissioni di gas serra; la “Finanza sostenibile 2.0”, strutturata sulla riduzione delle esternalità negative delle attività finanziarie tramite l’integrazione dei fattori ESG nelle scelte decisionali degli operatori finanziari; e la “Finanza sostenibile 3.0”, focalizzata sull’investimento in attività e progetti in grado di generare un positivo e concreto impatto ambientale e sociale²⁷. Nell’attuale scenario di mercato,

²⁴ Cfr. tra gli altri M. MIGLIORELLI, *What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks*, in *Sustainability*, 13, 2021.

²⁵ Al riguardo, v. nello specifico *infra* Capitolo V, § 5.

²⁶ Cfr. ICMA, *Sustainable Finance. High-level definitions*, 2020: “*Sustainable Finance incorporates climate, green and social finance while also adding wider considerations concerning the longer-term economic sustainability of the organisations that are being funded, as well as the role and stability of the overall financial system in which they operate*”. Sui concetti di *Green*, *Social* e *Climate Finance* v. *infra* § 2.

²⁷ Cfr. D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, cit., pp. 5 e 21–24: “*The thinking about sustainable finance has gone through different stages over the last decades, whereby the focus is gradually shifting from short-term profit towards long term value creation*” e “*A first step in sustainable finance is that financial institutions avoid investing in, or lending to (...) companies with very negative impacts. (...) In Sustainable Finance 2.0, financial institutions explicitly incorporate the negative social and environmental externalities into their decision-making. (...) Sustainable Finance 3.0 moves from risk to opportunity. Rather than avoiding unsustainable companies from a risk perspective, financial institutions*

SCHOENMAKER ritiene che, in via generale, il fenomeno della Finanza sostenibile stia attraversando il passaggio dalla prima alla seconda fase.

In termini, invece, più propriamente prescrittivi, MIGLIORELLI suggerisce di definire la Finanza sostenibile come “*finance to support sectors or activities that contribute to the achievement of, or to the improvement in, at least one of the relevant sustainability dimensions*”, o più sinteticamente come “*finance for sustainability*”, al fine di distinguere le attività che contribuiscono concretamente allo Sviluppo sostenibile da quelle che si limitano ad una mera e del tutto formale integrazione degli ESG, senza generare esternalità positive²⁸. Ad ogni modo, ad oggi la Finanza sostenibile è correntemente intesa nel senso precisato dall’Unione Europea, come integrazione dei fattori ESG nell’offerta e nella disciplina dei servizi finanziari²⁹.

Le difficoltà definitorie derivano dalla complessità del fenomeno e dalla recente comparsa del termine che lo identifica. Invero, la locuzione Finanza sostenibile ha iniziato a diffondersi solamente a partire dagli anni '10 del presente secolo, per indicare il sopra citato “cambio di paradigma” da realizzare a livello internazionale³⁰, ed è divenuto *mainstream* poco tempo dopo l’adozione dell’Agenda 2030 e dell’Accordo di Parigi sul cambiamento climatico, segnatamente nell’ultimo quinquennio³¹. Tale ultimo periodo, infatti, è stato interessato da un’ondata di profonda e dirompente innovazione finanziaria, innescata dal sopra citato generale ripensamento, condiviso da tutti i soggetti e gli attori coinvolti, in merito al rapporto tra sistema finanziario e Sviluppo sostenibile, che ha portato alla crescita esponenziale del settore in tutto il Mondo e al moltiplicarsi delle iniziative sul punto.

Si ritiene, infatti, che l’affermazione a livello internazionale della Finanza sostenibile sia il risultato della combinazione di tre fondamentali fattori: (i) l’innovazione finanziaria e le iniziative, anche normative, provenienti dal mercato e dal settore privato, che, dando significativa accelerazione ad un percorso iniziato già da qualche decennio, hanno introdotto nuovi strumenti, servizi e pratiche finanziarie, unitamente ad appositi *standard*, linee-guida

invest only in sustainable companies and projects (...). The starting point of SF 3.0 is a positive selection of investment projects on their potential to generate social and environmental impact; creating an inclusion list instead of an exclusion list as in SF 1.0”.

²⁸ Cfr. M. MIGLIORELLI, *What Do We Mean by Sustainable Finance?*, cit., p. 10.

²⁹ Cfr. su tutti P. DELIMATIS, *Sustainable Finance*, cit.

³⁰ Cfr. A.M. FATEMI, I.J. FOOLADI, *Sustainable finance: A new paradigm*, cit.

³¹ Cfr. al riguardo UNEP, *Accelerating Financial Centre Action on Sustainable Development*, cit., p. 9, secondo cui proprio il 2017 è considerato “*the year that sustainable finance entered the mainstream*”. Cfr. inoltre le iniziative sul punto del G20, che hanno istituito un apposito Study Group inizialmente denominato “*Green Finance Study Group*” (2016-2017) e poi ribattezzato, per l’appunto, come “*Sustainable Finance Study Group*” (2018-2019), per includere anche la dimensione sociale dello Sviluppo sostenibile. Ad oggi, il gruppo, ricostituito nel 2021 durante il G20 svoltosi in Italia, è operativo come “*Sustainable Finance Working Group*”.

e altri strumenti (quasi-) regolatori (v. *infra* § 2); (ii) il dibattito e il sostegno politico espresso da Stati e Organizzazioni internazionali, a livello di *governance* economica internazionale, e l'attività di direzione e coordinamento internazionale svolta a supporto della Finanza sostenibile (v. *infra* § 3); (iii) l'incremento degli interventi regolatori a livello regionale e nazionale, sia tramite atti di *soft-law* sia, più raramente, tramite vere e proprie regolamentazioni di specifiche fattispecie finanziarie³² (v. *infra* § 4 con riferimento all'Unione Europea). La convergenza di tali fattori ha consentito al settore di crescere anche sulla base di regole e definizioni, ancorché principalmente di natura volontaria, promuovendo le pratiche di Finanza sostenibile in tutto il Mondo, favorendo il continuo avanzamento dell'innovazione finanziaria e supportando opportune e sempre più incisive riforme ai vari livelli di *governance* economica e finanziaria.

L'ascesa della Finanza sostenibile, dunque, ha segnato l'inizio di una nuova era nel rapporto tra finanza ed etica, in cui le considerazioni ambientali e sociali (ESG) sono sempre più integrate nei servizi e nei mercati finanziari attraverso appositi strumenti e discipline: per l'effetto, le stesse non possono più essere considerate come questioni di carattere meramente etico, in quanto costituiscono una componente strutturale dell'offerta finanziaria e sono soggette a specifiche normative, sia di fonte pubblica che di fonte privata. In definitiva, quindi, è possibile affermare che le considerazioni di giustizia ambientale e sociale sottese al concetto di Sviluppo sostenibile stanno gradualmente permeando l'intero settore finanziario e il suo diritto, assumendo sempre maggiore rilevanza giuridica ed economica: ciò è dovuto ad un progressivo cambio di paradigma che si sta innescando su scala globale, tanto a livello economico e sociale, quanto a livello politico e giuridico, dettato dal bisogno, dall'opportunità e dal sempre più avvertito dovere di affrontare efficacemente e collettivamente le principali problematiche di sostenibilità globale, come richiesto dalla Comunità internazionale medesima, proprio tramite la "finanziarizzazione" e "giuridicizzazione" di considerazioni che, sino a poco tempo fa, erano confinate al mondo dell'etica e non assumevano rilevanza dal punto di vista economico-finanziario e giuridico³³.

³² Per una panoramica sugli interventi regolatori in tutto il Mondo, cfr. il "Regulation database" elaborato dalla PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (sul punto, v. *infra* § 3) e disponibile alla pagina web <https://www.unpri.org/policy/regulation-database>, secondo cui gli interventi regolatori in materia di Finanza sostenibile ammontano a oltre 800 alla chiusura del 2021.

³³ Infatti, sotto l'egida dello Sviluppo sostenibile e grazie all'Agenda 2030 e all'Accordo di Parigi, la pressione sociale, l'innovazione finanziaria, i meccanismi di mercato, la politica internazionale e nazionale hanno iniziato a puntare nella medesima direzione, attivandosi per trasformare l'intero settore finanziario dando piena dignità giuridica a considerazioni etiche, quale unica soluzione per rendere possibile la transizione globale verso un modello di Sviluppo sostenibile.

§ 2. L'emersione della Finanza sostenibile come settore distinto, ma trasversale, del sistema finanziario internazionale.

Chiarito il significato e l'ambigua e generica definizione del *fenomeno* della Finanza sostenibile, occorre verificare se esso costituisce un distinto *settore*, autonomo o trasversale, del sistema finanziario internazionale. A tal fine, è necessario ripercorrerne l'evoluzione storica, dall'origine sino ai giorni nostri.

I primissimi esempi del menzionato cambio di paradigma dalla Finanza tradizionale alla Finanza sostenibile risalgono ai movimenti di contestazione sociale che interessarono gli Stati Uniti negli anni '60, soprattutto con riferimento alle problematiche ambientali e alle questioni emerse nel corso della guerra del Vietnam³⁴: ad esempio, l'opposizione all'uso dell'"agente arancione", un gas altamente tossico sviluppato per distruggere le foreste e che terrorizzò le popolazioni indigene durante la guerra del Vietnam, portò alla creazione nel 1971 del "Pax World Fund", il primo fondo di investimento etico appositamente progettato per gli investitori che desideravano evitare investimenti in qualsiasi impresa coinvolta nella produzione di questo gas³⁵. Grazie a tale iniziativa, furono introdotti nello scenario finanziario internazionale innovativi "*investment screening criteria*" di carattere etico: strumenti analitici che, sulla base di criteri e parametri ESG predeterminati, consentono di selezionare gli *asset* su cui investire, escludendo dal potenziale portafoglio determinati settori, pratiche o imprese (*screening* negativo) oppure includendovene sono alcuni (*screening* positivo). Con la diffusione di tali pratiche, i fattori ESG sono gradualmente penetrati nel settore dei servizi e dei mercati finanziari a livello globale.

L'uso degli "*investment screening criteria*" divenne sempre più popolare negli anni '80, '90 e 2000, quando la domanda di investimenti etici e socialmente responsabili crebbe significativamente, soprattutto nei Paesi industrializzati, portando alla proliferazione di fondi, indici, servizi e pratiche di investimento specificamente pensati per veicolare i cosiddetti investimenti socialmente responsabili ("*Socially Responsible Investment*")³⁶. In generale, ciò fu favorito dalla crescente pressione esercitata dalla società civile e dal

³⁴ Il "Pax World Fund" è considerato il primo fondo di investimento etico (cfr. R. GITTELL, M. MAGNUSSON, M. MERENDA, *The Sustainable Business Case Book*, 2012, pp. 395 ss.) che ha dato vita al fenomeno conosciuto come "*Socially Responsible Investing*" quale diretto antesignano dell'odierno e più ampio fenomeno della Finanza sostenibile.

³⁵ Cfr. R. GITTELL, M. MAGNUSSON, M. MERENDA, *The Sustainable Business Case Book*, cit., pp. 395 ss.

³⁶ L'acronimo "*Socially Responsible Investment*" (SRI) si riferisce all'investimento effettuato con lo scopo di ottenere ritorni finanziari nel rispetto di specifici criteri etici, ambientali e/o sociali (ESG). Cfr. ICMA, *High-Level Definitions*, cit., *ad vocem*.

crescente attivismo e coinvolgimento degli azionisti nella *governance* societaria (il cosiddetto “*shareholder activism*”) in materia di responsabilità sociale d’impresa (“*Corporate Social Responsibility*”)³⁷, nonché da altre iniziative a favore di una più pervasiva considerazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* nel mondo degli affari, tanto con riferimento all’economia reale, quanto con riferimento all’economia finanziaria³⁸. Sul finire del secolo, apparvero, inoltre, ulteriori pratiche finanziarie, a seconda dei casi denominate come attività di “*Impact Investing*”, “*ESG*” o “*Responsible Investing*” e “*Social Finance*”³⁹; parallelamente, con l’aggravamento della minaccia e dei rischi legati ai cambiamenti climatici, sempre più istituzioni finanziarie iniziarono a focalizzarsi, nello

³⁷ Con il termine “*Corporate Social Responsibility*” (CSR) si fa riferimento a forme di autoregolamentazione privata delle imprese, spesso richieste dagli azionisti per orientare le scelte manageriali, che mirano a contribuire ad obiettivi di natura etica, sociale e ambientale. Il fenomeno ha interessato soprattutto le imprese multinazionali operanti nel campo dell’economia reale, ma anche le istituzioni finanziarie. In tale contesto, le pratiche di “*Socially Responsible Investment*” possono ritenersi una forma di CSR riguardante nello specifico le imprese e le istituzioni finanziarie (cfr., tra gli altri, S. PARK, *Investors as regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 54(1), 2018, pp. 5 ss).

³⁸ Cfr. tra gli altri i *Principles for Responsible Investment* di cui *infra* § 3.

³⁹ Con “*Impact Investing*” si intende il finanziamento a imprese che producono un impatto positivo, verificabile e diretto sulla società e/o sull’ambiente sulla base di parametri e *benchmark* predeterminati. Con “*ESG* o *Responsible Investing*” si definisce, invece, nello specifico, l’insieme delle strategie e pratiche finanziarie che incorporano i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nelle decisioni di investimento e nelle delibere sociali al fine di minimizzare i rischi e massimizzare i rendimenti. Con “*Social Finance*”, infine, si indica il finanziamento in favore di azioni di mitigazione o di risoluzione di una specifica questione sociale o comunque finalizzate a raggiungere risultati sociali positivi. Cfr., su tutti, ICMA (2020) *High-Level Definitions*, cit., *ad vocem*. Cfr. anche: (a) in tema di *Impact Investing*, le risorse offerte dal GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK, un *network* di investitori creato nel 2009 per promuovere le *best practice* del settore, disponibili sul sito web <https://theiig.org>, nonché i seguenti articoli: R. SHONHOLTZ, *Impact Investing for Sustainable Development: A New Framework for Providing U.S. Foreign Development*, Partners for Democratic Change, 2009, disponibile online alla pagina web <https://web.archive.org/web/20160509005732/http://www.partnersglobal.org/resources/IMPACT%20INVESTING%20FOR%20SUSTAINABLE%20DEVELOPMENT%20I.pdf>; A. BUGG-LEVINE, J. EMERSON, *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*, Hoboken, 2011; A.K. HÖCHSTÄDTER, B. SCHECK, *What’s in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*, in *Journal of Business Ethics*, 132(2), 2015, pp. 449-475; (b) in tema di *Socially Responsible Investing*, le risorse offerte dal PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, un *network* di investitori nel 2006 in seno alle Nazioni Unite di cui *infra* § 3, disponibili sul sito web <https://www.unpri.org/>, nonché i seguenti articoli: R.P. HILL, T. AINSCOUGH, T. SHANK, *Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective*, in *Journal of Business Ethics*, 70, 2007, pp. 165-174; E. ESCRIG-OLMEDO, M. MUÑOZ-TORRES, M. A. FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, *Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies*, in *International Journal of Sustainable Economy*, 2, 2010, pp. 442-461; T.C. BERRY, J.C. JUNKUS, *Socially Responsible Investing: An Investor Perspective*, in *Journal of Business Ethics*, 112, 2013, pp. 707-720; H. SCOTT, *Social Responsibility Resolutions*, in *Journal of Corporation Law*, 43, 2018; M.A. CAMILLERI, *The market for socially responsible investing: a review of the developments*, in *Social Responsibility Journal*, 17(3), pp. 412-428; (c) in tema di *Social Finance*, R. BENEDIKTER, *Social Banking and Social Finance: Answers to the Economic Crisis*, Stanford, 2011; H. K. BAKER, J.R. NOFSINGER, *Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors, and Activists*, Hoboken, 2012; F. RIZZI, C. PELLEGRINI, M. BATTAGLIA, *The structuring of social finance: Emerging approaches for supporting environmentally and socially impactful projects*, in *Journal of Cleaner Production*, 170, 2018, pp. 805-817; A. ANDRIKOPOULOS, *Delineating Social Finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2019, disponibile alla pagina web <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3510056>; M. SALWAY, *Demystifying Social Finance and Social Investment*, London-New York, 2021.

specifico, anche sugli aspetti climatici delle attività economiche e degli investimenti, tramite l’offerta di servizi classificati come “*Climate Finance*” e, più in generale, “*Green Finance*”⁴⁰. Secondo SCHOENMAKER, tali fenomeni hanno determinato il passaggio dal modello della “Finanza sostenibile 1.0” al modello della “Finanza sostenibile 2.0”, basata sull’integrazione strutturale degli ESG da un sempre crescente numero di attori⁴¹.

In tale scenario, la comparsa nei mercati finanziari dello strumento dei *green bond* nel 2007/2008, per iniziativa della Banca Europea per gli Investimenti e della Banca Mondiale, ha rappresentato un cruciale punto di svolta, trattandosi, questi ultimi, di titolo di debito specificamente destinati al finanziamento esclusivo di attività economiche e finanziarie in grado di generare concreti benefici per l’ambiente e per il clima. Nel giro di pochi anni, l’idea di strutturare e denominare, tramite apposite *labels*, strumenti e servizi finanziari con peculiari caratteristiche di sostenibilità – non solo strumenti “*green*” o “*climate*”, ma anche “*social*”, “*sustainable*” e simili – si diffuse rapidamente in tutto il Mondo, tanto nel settore pubblico, quanto nel settore privato, innovando profondamente i mercati finanziari. In poco più di un decennio, infatti, il mercato dei *green bond* è cresciuto esponenzialmente a livello globale, evolvendosi da mercato di nicchia, dominato dalle banche di sviluppo, a uno dei segmenti in più rapida crescita dei mercati finanziari, diventando a tutti gli effetti una nuova “*asset class*” di rilevanza globale. Con l’avvento della pandemia da COVID-19, inoltre, sono proliferate le emissioni di strumenti di debito sostenibile diversi dai *green bond*, come i *social*, i *sustainable* e i *sustainability-linked bonds*, portando all’emersione di un vero e

⁴⁰ Con “*Climate Finance*” si indicano, nello specifico, gli investimenti di mitigazione o adattamento ai cambiamenti climatici in favore di un’economia a basse emissioni e resiliente al clima. Il termine “*Green Finance*” sottende, invece, un fenomeno più ampio della *Climate Finance* in quanto include anche gli investimenti ambientali che non hanno impatto diretto sul clima, come la conservazione della biodiversità, la prevenzione e il controllo dell’inquinamento, l’economia circolare, ecc. Cfr. su tutti ICMA (2020) *High-Level Definitions*; Cfr. anche: (a) in tema di *Climate Finance*, R.B. STEWART., B. KINGSBURY, B. RUDYK (eds.), *Climate Finance: Regulatory and Funding Strategies for Climate Change and Global Development*, New York, 2009; S. Patel, *Climate Finance: Engaging the Private Sector*, World Bank, Washington, 2010; M. GUTIÉRREZ, G. GUTIÉRREZ, *Climate Finance: Perspectives on Climate Finance from the Bottom Up*, in *Development*, 62, 2019, pp. 136-146; H. Hong, G.A. KAROLYI, J.A. SCHEINKMAN, *Climate Finance*, in *The Review of Financial Studies*, 33(3), 2020, pp. 1011-1023; S. GIGLIO, B. KELLY, J. STROEBEL, *Climate Finance*, in *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), 2021, pp. 15-36; nonché I vari report annuali intitolati “*Global Landscape of Climate Finance*” pubblicati dal centro di ricerca CLIMATE POLICY INITIATIVE; (b) in tema di *Green Finance*, IFC, *Green Finance: a Bottom-Up Approach to Track Existing Flows International Finance Corporation*, Washington, 2017; EUROPEAN COMMISSION, *Defining “green” in the context of green finance. Final report*, 2017; nonché *ex multiis* le seguenti opere: N. LINDENBER, *Definition of Green Finance*, German Development Institute, 2014; Y. WANG, Q. ZHI, *The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies*, in *Energy Procedia*, 104, 2016, pp. 311-316; J.D. SACHS, W.T. WOO, N. YOSHINO, F. TAGHIZADEH-HESARY, *Handbook of Green Finance. Energy Security and Sustainable Development*, Singapore, 2019; P.M. FALCONE, *Environmental regulation and green investments: the role of green finance*, in *Green Economics*, 14(2), 2020; Y. WANG, N. ZHAO, X. LEI, R. LONG, *Green Finance Innovation and Regional Green Development*, in *Sustainability*, 13, 2021, pp. 8230 ss.

⁴¹ Cfr. D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, cit., pp. 21 ss.

proprio segmento autonomo dei mercati finanziari: il cosiddetto “mercato del debito sostenibile”, a cui è specificamente dedicato il presente lavoro.

Per tale ragione, i *green bond* possono essere considerati l’innovazione più significativa dell’intero settore, in quanto hanno aperto la strada allo sviluppo di numerosi ulteriori prodotti e servizi finanziari “tematici” (o “*labeled*”), strutturati e denominati in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile, in considerazione delle specifiche finalità perseguite: non solo strumenti obbligazionari, ma anche fondi di investimento, indici, azioni, prestiti bancari (*loans*) e altre tipologie di strumenti e servizi. Secondo SCHOENMAKER, l’invenzione dei *green bond* ha marcato il passaggio all’approccio definito di “Finanza sostenibile 3.0”⁴², in cui l’investimento è direttamente connesso alla produzione di esternalità positive.

Come sopra illustrato, la Finanza sostenibile è comunemente intesa come fenomeno di integrazione dei fattori ESG nei servizi finanziari e che comprende al suo interno, in maniera organica e unitaria, le pratiche di *Socially Responsible Investing*, *Impact Investing*, *ESG* o *Responsible Investing*, *Social Finance*, *Green Finance* e *Climate Finance* sopra citate⁴³. Si tratta, dunque, di una molteplicità di strumenti, servizi e pratiche finanziarie. Sul punto, l’indagine svolta ha consentito di raggruppare questi ultimi nelle seguenti *asset class*⁴⁴:

(i) gli strumenti obbligazionari e, più in generale, gli strumenti di debito offerti al pubblico sui mercati finanziari da soggetti sia pubblici, sia privati, che sono “etichettati” (*labeled*) in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile e che, a livello internazionale di mercato, sono disciplinati da appositi *standard* volontari di settore emessi dall’ICMA – come i *green bond*, *social bond*, *sustainability bond*, *sustainability-linked bond* e altri *bond* tematici, che saranno esaminati nei successivi Capitoli III e IV;

(ii) i servizi finanziari di debito (*loans*, *commercial paper*, depositi e altri servizi) offerti privatamente da soggetti pubblici e privati, che sono “etichettati” in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile e che, a livello internazionale di mercato, sono anch’essi disciplinati da appositi *standard* volontari di settore emessi da regolatori transnazionali

⁴² Cfr. *Ivi*, pp. 25 ss.

⁴³ Sulla Finanza sostenibile come sintesi di tali fenomeni, cfr. su tutti ICMA, *High Level Definitions*, cit.

⁴⁴ La presente classificazione si basa su un’analisi incrociata dei numerosi *report* e *paper* sul punto, citati nel presente Capitolo. In particolare, cfr., tra gli altri: IMF, *Global Financial Stability Report. Lower for Longer*, 2019; A. COLETON, M. FONT BRUCART, P. GUTIERREZ, F. LE TENNIER, C. MOOR, *Sustainable Finance. Market practices*, The EBA Staff Papers Series, 2020; N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell’evoluzione del quadro regolamentare dell’Unione europea*, in CONSOB, *Finanza sostenibile*, 1, 2021; NAZIONI UNITE, *Report of the Inter-agency task Force on Financing for Development. Financing for Sustainable Development Report 2022*, cit.

privati (nella fattispecie: LMA, APLMA e LSTA) – come i *green, social, sustainability* e *sustainability-linked loans*, anch’essi esaminati nei successivi Capitoli III, in specie § 12, e IV, in specie § 7. ; nel loro insieme, gli strumenti e servizi sub (i) e (ii) sono identificati come strumenti “*labeled*”, in forza dell’uso di specifiche denominazioni identificative, a cui sono associati, per comune prassi di mercato, specifici *standard*⁴⁵;

(iii) le partecipazioni in banche, fondi pensione, fondi di investimento e in generale società finanziarie, i cui titoli sono “denominati” in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile, che promettono di investire esclusivamente (o in larga parte) in attività economiche e finanziarie qualificabili come sostenibili secondo propri, specifici criteri, eventualmente in conformità con linee-guida e principi volontari oppure, ove esistenti, con le specifiche discipline di settore applicabili a livello nazionale o regionale – come le banche etiche, i *green fund*, i *green bond fund* e altri fondi etici o tematici;

(iv) le azioni societarie che sono espressamente “denominate” in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile, in genere per il positivo impatto che hanno le relative attività produttive e commerciali sotto i profili ESG, rispetto alle quali non esistono, ad oggi, principi o *standard* rilevanti di riferimento – come le cosiddette *green equity*⁴⁶;

(v) i servizi e le pratiche di investimento offerti privatamente da qualsivoglia istituzione finanziaria, sia a investitori istituzionali, sia a investitori *retail*, che adottano determinati criteri e obiettivi di sostenibilità nella scelta degli *asset* su cui investire, ad esempio tramite l’applicazione di tecniche di *screening* basate sul settore, sull’attività, sulle *performance* ESG e/o sull’impatto ambientale e sociale degli enti emittenti – come i servizi di *Socially Responsible Investing*, *ESG Investing* e *Impact Investing* sopra citati;

(vi) i servizi di “*microfinance*”, vale a dire servizi di prestito di denaro resi in favore di imprenditori, piccole-medie imprese e individui che non hanno accesso ai servizi bancari tradizionali, soprattutto nei Paesi emergenti⁴⁷;

⁴⁵ Gli strumenti e i servizi sub (i) e (ii) costituiscono altresì il mercato del debito sostenibile, come illustrato nella Parte Seconda del presente lavoro e si caratterizzano per il fatto di essere denominati tramite il riferimento a “*label*” (*green, social, sustainability, sustainability-linked*) che sono associate, per comune prassi di mercato, a specifici *standard* di settore.

⁴⁶ Cfr. sul punto PRI, *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*, 2016.

⁴⁷ Sul fenomeno della *microfinance*, cfr. su tutti M. ROBINSON, *The microfinance revolution: Sustainable finance for the poor*, World Bank, Washington, 2001.

(vii) altri strumenti diversi dai precedenti, come ad esempio gli strumenti derivati⁴⁸ o assicurativi in cui sono integrati fattori ESG⁴⁹.

Da quanto sopra evidenziato emerge, all'interno del mercato, la fondamentale distinzione tra strumenti cosiddetti “*labeled*”, per i quali esistono specifici *standard* di settore che indicano i requisiti sostanziali e procedurali per l'utilizzo di determinate denominazioni o *labels*, e gli strumenti “*unlabeled*” o “*quasi-labeled*”, che a livello internazionale di mercato non sono specificamente disciplinati da appositi *standard*⁵⁰.

A supporto del mercato di tali *asset*, inoltre, nella prassi si sono affermati i seguenti servizi, ad essi accessori e complementari:

(viii) i servizi di *rating*, di *assessment*, di *verification* e di certificazione (in generale di *assurance*)⁵¹ in merito alla sostenibilità delle imprese emittenti o degli *asset* etichettati o denominati come sostenibili, che sono prestati da soggetti privati come società di *audit*, agenzie di *sustainability* o *ESG rating* e in genere da società con specifiche competenze in materia di sostenibilità ambientale e sociale e di analisi dei fattori ESG – come le varie forme di *external review* per i diversi strumenti di debito sostenibile sub (i) e (ii) di cui *infra* Capitolo III, § 6 e più nello specifico Capitolo VI, § 2 e § 3;

⁴⁸ Sugli strumenti derivati cfr. K. LANNOO, A. THOMADAKIS, *Derivatives in Sustainable Finance*, CEPSE-CMI Study, Centre for European Policy Studies, 2020; SSE, *How derivatives exchanges can promote sustainable development. An action menu*, 2021. Sui prodotti assicurativi cfr. UNEP FI, *The Global state of Sustainable Insurance: Understanding and integrating environmental, social and governance factors in insurance*, 2009; ID., *Underwriting environmental, social and governance risks in non-life insurance business*, 2018. Gli strumenti derivati e assicurativi non sono riportati nei documenti citati alla nota 44 come componenti del settore della Finanza sostenibile.

⁴⁹ Nel complesso, i servizi sub (iii) – (vii) si caratterizzano per il fatto di non essere espressamente denominati in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile oppure per il fatto di essere denominati in tal modo, senza però che a tale denominazione risultino associati, per prassi di mercato, specifici *standard* internazionali di settore, vuoi perché del tutto mancanti, vuoi perché estremamente vaghi e generici.

⁵⁰ La distinzione tra strumenti *labeled* e *unlabeled* è pacifica e ha natura fondamentale per il settore; sul punto, v. *infra* Capitolo III, § 1, con riferimento al mercato del debito sostenibile. Non esiste, tuttavia, una chiara definizione di “*label*”, potendo intendersi con ciò sia la denominazione del titolo dello strumento in termini riferibili ad una specifica *asset class*, disciplinata da appositi *standard* di settore generalmente applicati dal mercato (come ad esempio avviene per i *green bond*, che sono generalmente emessi in conformità con i Green Bond Principles dell'ICMA), sia il semplice fatto della denominazione del titolo dello strumento in termini genericamente riferibili allo Sviluppo sostenibile, in relazione ad *asset class* che non risultino specificamente disciplinati a livello generale e astratto da appositi *standard* di mercato (come ad esempio avviene per le partecipazioni in un fondo denominato come “*green fund*”). Per tale ragione, è stata introdotta nel presente per lavoro, ai soli fini descrittivi, la categoria degli strumenti *quasi-labeled*, che riguarda quegli strumenti denominati dall'emittente utilizzando varie “*etichette*”, senza che ad esse risultino associate discipline specifiche, così distinguendoli da quelli che, al contrario, sono espressamente disciplinati a livello internazionale di mercato. In tal senso, la qualificazione di uno strumento come *labeled* dipende dall'esistenza o meno di specifici *standard* internazionali di settore di riferimento per l'intero mercato.

⁵¹ Sul punto, v. *infra* Capitolo VI, § 1. e ss.

(ix) i servizi e le tecniche di *screening*, che utilizzano precisi criteri di sostenibilità ESG per selezionare i titoli con determinate caratteristiche, su cui eventualmente investire – come quelli offerti nell’ambito dei servizi di cui sub (iii) e sub (v);

(x) la creazione di indici specificamente dedicati alle attività economiche o finanziarie sostenibili, che possono potenzialmente riguardare tutti i servizi sub (i) – (vii) e che possono altresì fungere da veicolo per l’investimento in attività *unlabelled*, che non sono espressamente denominate come sostenibili, ma che sono qualificabili come tali in base ai criteri ESG utilizzati.

L’ampiezza e la pluralità dei citati servizi di Finanza sostenibile consentono di qualificare quest’ultimo, pur nel contesto della generale mancanza di definizione e discipline universalmente o internazionalmente accreditate ed applicate, come settore distinto, e non autonomo, bensì trasversale all’interno del sistema finanziario internazionale⁵². Si tratta, infatti, di un settore dotato di caratteristiche specifiche, che lo distinguono da tutti gli altri strumenti e servizi appartenenti al mondo della Finanza tradizionale e che consistono: quanto agli elementi strutturali, nell’integrazione dei fattori ESG nei servizi finanziari e nella relativa disciplina; quanto alle finalità perseguite, nel contribuire allo Sviluppo sostenibile (cfr. al riguardo le definizioni di Finanza sostenibile riportate nel paragrafo precedente). Ciò consente di affermare l’esistenza di un settore *distinto* per gli specifici elementi strutturali e le peculiari finalità perseguite all’interno dell’intero settore dei servizi e dei mercati finanziari internazionali.

Procedendo con l’indagine, occorre chiedersi se esso sia qualificabile come settore autonomo ovvero come settore trasversale, sulla base di considerazioni di natura sia economico-finanziaria, sia normativo-regolatoria. Svolgendo un’argomentazione di natura eminentemente logico-concettuale, un settore deve considerarsi *autonomo*, dal punto di vista normativo, quando è governato da regole precise e specifiche e principi comuni; dal punto di vista economico-finanziario, quando è soggetto a proprie, distinte dinamiche di mercato. Similmente, un settore deve considerarsi *trasversale*, dal punto di vista normativo, quando è accessibile dalla generalità dei partecipanti al mercato; dal punto di vista economico-finanziario, quando riguarda la generalità degli strumenti e delle pratiche di investimento.

La risposta al quesito posto è negativa nel primo caso e positiva nel secondo. Infatti, il settore della Finanza sostenibile è inteso come comprensivo tanto degli strumenti *labeled*,

⁵² Sul fatto che la Finanza sostenibile costituisca un distinto settore dei mercati, cfr. su tutti P. DELIMATSIS, *Sustainable Finance*, cit. La qualificazione del medesimo come settore non autonomo, ma trasversale è frutto della personale ricostruzione di seguito argomentata.

quanto degli strumenti *unlabeled* e, quindi, include tanto gli strumenti che sono espressamente disciplinati tramite *standard* internazionali (in genere *standard* transazionali di fonte privata e ad applicazione volontaria), quanto quelli che sono del tutto deregolamentati oppure disciplinati unicamente sulla base di generici principi⁵³. In punto *standard*, il settore si presenta, dunque, molto frammentato, asimmetrico e ad oggi privo di principi comuni e condivisi⁵⁴. Inoltre, in linea di principio, secondo l'attuale concezione della Finanza sostenibile sopra riportata, qualunque strumento o servizio finanziario può essere validamente "etichettato", "denominato" o comunque qualificato come sostenibile, nella misura in cui i fattori ESG risultino opportunamente integrati nella relativa offerta; ancora, sempre in linea di principio⁵⁵, qualunque attore finanziario può offrire strumenti e servizi di Finanza sostenibile, siano essi *labeled* o *unlabeled*.

Per tali ragioni, il settore della Finanza sostenibile non presenta, ad oggi, profili di autonomia rispetto all'intero settore dei servizi e dei mercati finanziari, né dal punto di vista normativo, né dal punto di vista economico, ma risulta ad esso pienamente trasversale nel senso sopra precisato. Ciò, peraltro, è pienamente coerente con la concezione della Finanza sostenibile come processo di integrazione dei fattori ESG, che riguarda l'intero settore della finanza privata. Sul punto, si osserva, infine, come l'evoluzione della prassi e la comparsa di nuovi *standard* e discipline per le molteplici fattispecie di Finanza sostenibile potrà consentire al settore di assumere sempre maggiore autonomia, distinguendosi per l'emersione di principi comuni e di regole di condotta per ciascuno dei sopra citati strumenti. Anche la formazione di un consenso globale su di una più precisa e puntuale definizione di

⁵³ V. *supra* nota 50.

⁵⁴ La rapida evoluzione del mercato, della prassi e degli interventi regolatori potrà favorire la repentina emersione di principi comuni e condivisi e di discipline specifiche per i vari strumenti.

⁵⁵ Tuttavia, può accadere, ad esempio, che l'emissione di *green bond* da parte di società attive in settori particolarmente *brown* dell'economia sia considerata come *greenwashing*, con la conseguenza di ricevere un'*external review* negativa o di essere escluso da determinati *green bond index*. Ad esempio, nel caso Repsol del 2017, la multinazionale dell'*oil and gas* emise *bond* denominati come *green*: il *green bond* emesso ricevette un'*external review* positiva, ma non fu incluso nel *listing* dei *green bond* redatto dalla Climate Bonds Initiative (CBI, l'ente *no-profit* che gestisce il *Climate Bonds Standard and Certification Scheme*, lo schema di certificazione più importante a livello internazionale per i *green bond* – sul punto v. *infra* Capitolo III, § 5) che tuttavia non qualificò tale emissione come espressione di *greenwashing*, mentre invece fu escluso da alcuni indici relativi ai *green bond* proprio per il presunto *greenwashing* (cfr. l'articolo di ANDREW WHILEY della CBI del 23.5.2017 "*An oil & gas bond we knew would come eventually. Repsol: Good on GBPs, not so sure on green credentials*", disponibile alla pagina web <https://www.climatebonds.net/2017/05/oil-gas-bond-we-knew-would-come-eventually-repsol-good-gbps-not-so-sure-green-credentials>; e l'articolo di PHIL BROWN pubblicato il 1.6.2017 su *Environmental Finance* "*Repsol's green bond rocked the green bond market in May by reigniting the 'what is green' debate*", disponibile alla pagina web <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/green-bond-comment-june-of-repsol-and-reputation.html>). Per ovviare a tale problema, peraltro, nel mercato si sono diffusi altri strumenti, come i *sustainability-linked bond* o i *transition bond* (sul punto v. *infra* Capitolo III, § 12).

Finanza sostenibile, come ad esempio quella proposta da MIGLIORELLI, potrà consentire di addivenire al medesimo risultato.

§ 3. La Finanza sostenibile e le iniziative politiche assunte da Stati e Organizzazioni internazionali in sede di *governance* economica internazionale.

Come accennato, l'affermazione a livello mondiale del settore della Finanza sostenibile non è solo dovuta all'innovazione finanziaria e alle iniziative poste in essere spontaneamente dagli attori economici, ma è anche il risultato di un'intesa e complessa attività di *governance* svolta da Stati e Organizzazioni internazionali soprattutto nel periodo successivo all'adozione dell'Agenda 2030 e dell'Accordo di Parigi, attraverso l'elaborazione di documenti programmatici, proposte politiche, dichiarazioni e raccomandazioni indirizzate tanto ai soggetti pubblici (Stati, Organizzazioni internazionali, regolatori finanziari e altri soggetti), quanto agli attori privati (imprese, associazioni di imprese e regolatori privati). Il ruolo svolto dalla *governance* economica internazionale deve ritenersi a tal fine cruciale e determinante: tale attività, infatti, ha dato origine a un vero e proprio processo di riforma dell'intero settore della finanza privata, come sarà poi dimostrato nel paragrafo § 6.

Prima dell'avvento della Finanza sostenibile, l'iniziativa più rilevante in merito al rapporto tra economia e sostenibilità fu senza dubbio l'emanazione, nell'ambito della "*Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*", delle "*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*"⁵⁶. Con l'adozione della Dichiarazione, avvenuta il 21 Giugno 1976, gli Stati membri dell'OCSE raccomandarono alle imprese multinazionali operanti nei territori nazionali o ivi situate di adottare le allegate *Guidelines*, aventi ad oggetto la condotta delle multinazionali in materia di trasparenza e *disclosure*, condizioni di lavoro, rispetto dell'ambiente, lotta alla corruzione, tutela dei consumatori, sviluppo scientifico e tecnologico, concorrenza e tassazione⁵⁷. Le *Guidelines*, da ultimo aggiornate

⁵⁶ Cfr. OECD, *Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*, 21 Giugno 1976, che include in allegato le *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. Per un commento cfr. tra gli altri D.J. PLAINE, *The OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, in *The International Lawyer*, 11(2), 1977, pp. 339-346; ACCONCI P., *The Promotion of Responsible Business Conduct and the New Text of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, in *Journal of World Investment*, 1, 2001.

⁵⁷ Cfr. OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, Preface, punto 1: "*The OECD Guidelines for Multinational Enterprises (the Guidelines) are recommendations addressed by governments to multinational enterprises. The Guidelines aim to ensure that the operations of these enterprises are in harmony with government policies, to strengthen the basis of mutual confidence between enterprises and the societies in*

nel 2011⁵⁸, rappresentarono, dunque, il primo tentativo di disciplinare gli aspetti di sostenibilità delle imprese economiche e finanziarie, peraltro attraverso un atto di *soft-law* adottato tramite una procedura di negoziazione multilaterale tra gli Stati membri, mediante la definizione di appositi principi e *standard* di natura volontaria, funzionali a promuovere gli investimenti “responsabili” nei Paesi OCSE⁵⁹. Le *Guidelines* costituiscono tuttora uno degli atti normativi più rilevanti in materia di responsabilità sociale d’impresa in tutto il Mondo.

In seguito, con il proliferare delle prassi in materia di investimenti etici e socialmente responsabili a partire dagli anni ‘90, il nascente settore della Finanza sostenibile è stato specificamente supportato principalmente da parte delle Organizzazioni internazionali, segnatamente le Nazioni Unite e, quale suo programma dedicato, l’UNEP. Esempi più risalenti sono collocabili nel 1992, in occasione della Conferenza di Rio, con la pubblicazione dello “*UNEP Statement of Commitment by Financial Institutions on Sustainable Development*”, con cui fu riconosciuto formalmente dai firmatari il ruolo dello Sviluppo sostenibile per il settore finanziario⁶⁰, e nel 2000, con il lancio della “*Global Compact Initiative*” da parte dell’allora Segretario Generale delle Nazioni Unite Kofi Anan.

which they operate, to help improve the foreign investment climate and to enhance the contribution to sustainable development made by multinational enterprises. The Guidelines are part of the OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises the other elements of which relate to national treatment, conflicting requirements on enterprises, and international investment incentives and disincentives. The Guidelines provide voluntary principles and standards for responsible business conduct consistent with applicable laws and internationally recognised standards. However, the countries adhering to the Guidelines make a binding commitment to implement them in accordance with the Decision of the OECD Council on the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Furthermore, matters covered by the Guidelines may also be the subject of national law and international commitments”.

⁵⁸ Cfr. OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises. 2011 edition*. Per un commento cfr. A.L. SANTNER, *A Soft Law Mechanism for Corporate Responsibility: How the Updated OECD Guidelines for Multinational Enterprises Promote Business for the Future*, in *George Washington International Law Review*, 43(1), 2011; C.M.GULOTTA, *Etica e globalizzazione: riflessioni sui Principi OCSE del 2011 per le imprese multinazionali e sui Principi ONU in temi di affari e diritti umani*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 26(3), 2012.

⁵⁹ Per un commento sulle *Guidelines* poco dopo la loro adozione, cfr. tra gli altri D.J. PLAINE, *The OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, in *The International Lawyer*, 11(2), 1977, pp. 339-346

⁶⁰ Cfr. UNEP, *UNEP Statement of Commitment by Financial Institutions on Sustainable Development*, 1992: “*We members of the Financial Services Sector recognize that economic development needs to be compatible with human welfare and a healthy environment. To ignore this is to risk increasing social, environmental and financial costs. We further recognize that sustainable development is the collective responsibility of governments, businesses and individuals. We are committed to working collectively toward common sustainability goals. 1. Commitment to Sustainable Development 1.1 We regard sustainable development – defined as development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs – as a fundamental aspect of sound business management. 1.2 We believe that sustainable development is best achieved by allowing markets to work within an appropriate framework of cost efficient regulations and economic instruments. Governments have a leadership role in establishing and enforcing long-term priorities and values. 1.3 We regard financial institutions to be important contributors to sustainable development, through their interaction with other economic sectors and consumers and through their own financing, investment and trading activities. 1.4 We recognize that sustainable development is an*

Quest'ultima iniziativa consiste in documento, lo “*United Nations Global Compact*”, contenente 10 Principi molto generali in materia di diritti umani, lavoro, ambiente e anticorruzione, per incoraggiare le imprese di tutto il Mondo ad adottare politiche sostenibili e nel rispetto della responsabilità sociale d'impresa e per rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese⁶¹. Lo UN Global Compact non si esaurisce, tuttavia, nella redazione del citato documento e nella sua adesione da parte di imprese e altri *stakeholder*, come Ministeri, enti pubblici, associazioni, fondazioni, Università e centri di ricerca, NGO e persino città ed enti locali⁶², ma consiste in un *network multi-stakeholder*, dotato di una propria struttura di *governance*, il cui *board* è nominato direttamente dal Segretario Generale delle Nazioni Unite, che offre servizi di consulenza strategico-politica, ricerca e raccomandazioni per i vari partecipanti⁶³. L'iniziativa è gestita dal Global Compact Office, un apposito Ufficio delle Nazioni Unite, ed è ampiamente supportata dall'Assemblea Generale delle Nazioni

institutional commitment and an integral part of our pursuit of both good corporate citizenship and the fundamentals of sound business practices. 1.5 We recognize that the sustainable development agenda is becoming increasingly inter-linked with humanitarian and social issues as the global environment agenda broadens and as climate change brings greater developmental and security challenges. 2. Sustainability Management (..) 3. Public Awareness and Communication (..)”

⁶¹ Cfr. United Nations Global Compact, disponibile sulla pagina web ufficiale dell'iniziativa delle Nazioni Unite <https://www.unglobalcompact.org/>. I 10 Principi sono: “*Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights; Principle 2: make sure that they are not complicit in human rights abuses; Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining; Principle 4: the elimination of all forms of forced and compulsory labour; Principle 5: the effective abolition of child labour; Principle 6: the elimination of discrimination in respect of employment and occupation; Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges; Principle 8: undertake initiatives to promote greater environmental responsibility; Principle 9: encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies; Principle 10: Businesses should work against corruption in all its forms, including extortion and bribery”.*

⁶² Per una panoramica degli enti che aderiscono all'iniziativa, cfr. la pagina web <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/participants>.

⁶³ Cfr. P.L. FALL, M.M. ZAHRAN, *United Nations corporate partnerships: The role and functioning of the Global Compact*, 2010, UN Doc. JIU/REP/2010/9.

Unite nel contesto dell'Agenda 2030⁶⁴. Ad oggi, aderiscono all'iniziativa oltre 15.000 attori, provenienti da più di 160 Paesi⁶⁵.

Nel 2003, la sopra citata iniziativa dell'UNEP si consolidò nella “*United Nations Environment Programme – Finance Initiative*” (UNEP FI), una *partnership* globale tra l'UNEP e il settore finanziario (in particolare investitori istituzionali, banche e imprese di assicurazione), con l'obiettivo di mobilitare i capitali privati in favore dello Sviluppo e della Finanza sostenibile⁶⁶. L'UNEP FI, costituita come distaccamento del ramo economico dell'UNEP e dotata di una peculiare struttura di *governance*⁶⁷, promuove la Finanza sostenibile attraverso molteplici iniziative, che includono tre fondamentali *framework* normative: (i) i “*Principles for Responsible Investment*” (PRI) di cui *infra*, pubblicati nel 2006 e rivolti agli investitori istituzionali⁶⁸; nonché (ii) i “*Principles for Responsible Banking*” (PRB) del 2012 e (iii) i “*Principles for Sustainable Insurance*” (PSI) del 2019, rivolti, rispettivamente, a banche e imprese di assicurazione⁶⁹. A questi si aggiungono, inoltre, (iv) i “*Principles for Positive Impact Finance*” (PPIF) del 2017, una “*common framework*” per emittenti e investitori per promuovere le pratiche di Finanza sostenibile e in particolare l'*Impact Investing* attraverso l'analisi, il monitoraggio e la *disclosure* delle informazioni relative all'impatto economico, ambientale e sociale dei prodotti e dei servizi

⁶⁴ Cfr. al riguardo le Risoluzioni dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/224 del 22 Dicembre 2015, UN Doc. A/RES/70/224, e n. 73/254 del 20 Dicembre 2018, UN Doc. A/RES/73/254. Di quest'ultima, cfr. in particolare Preambolo (“*Recognizing the vital role that the United Nations Global Compact Office continues to play with regard to strengthening the capacity of the United Nations to partner strategically with the private sector, in accordance with its mandate from the General Assembly, to advance United Nations values and responsible business practices within the United Nations system and among the global business community, and in this regard noting the principles and initiatives of the United Nations Global Compact, of the United Nations Global Compact*”) e punti 14 (“*Welcomes the growing number of businesses that embrace a core business model that takes account of the environmental, social and governance impacts of their activities, encourages and urges all businesses to adopt principles for responsible business and investing, and supports the work of the United Nations Global Compact in this regard*”). Sul supporto espresso dall'Assemblea Generale prima dell'adozione dell'Agenda 2030, cfr. tra le altre la Risoluzione n. 62/211 del 19 Dicembre 2007, UN Doc. A/RES/62/211, punto 9 (“*Also encourages the activities of the United Nations Global Compact as an innovative public-private partnership to advance United Nations values and responsible business practices within the United Nations system and among the global business community, including through an increased number of local networks, acknowledges the special management, support, funding structure and position of the Global Compact within the United Nations system, which are specifically designed to reflect the diversity of its stakeholders, notes the activities of the Global Compact Office in this regard, and encourages it to continue its efforts, in particular in continuing to share relevant lessons learned and positive experiences from partnerships*”).

⁶⁵ Fonte: UN GLOBAL COMPACT. Cfr. <https://www.unglobalcompact.org/>.

⁶⁶ Fonte: UNEP FI. Cfr. <https://unepfi.org/> e in particolare <https://www.unepfi.org/about/background/>.

⁶⁷ Fonte: UNEP FI. Cfr. <https://www.unepfi.org/about/structure/>.

⁶⁸ Sul punto v. *infra* la parte dedicata ai PRI.

⁶⁹ I PRB sono stati pubblicati nel 2012 e sono stati, ad oggi, sottoscritti, da più di 270 banche, che rappresentano oltre il 45% degli *asset* bancari in tutto il Mondo. I PSI sono stati pubblicati nel 2019 e risultano sottoscritti da oltre il 25% delle imprese di assicurazione su scala globale. Fonte: UNEP FI. Cfr. <https://unepfi.org/about/>.

offerti⁷⁰, oltre a numerose altre *framework* e *guidance* politico-normative⁷¹. L'UNEP FI ha, inoltre, promosso tre specifiche “*alliance*” con il settore finanziario privato per raggiungere l'obiettivo di zero emissioni di gas serra: (i) la “*Net-Zero Asset Owner Alliance*”, lanciata nel 2019 e firmata da oltre 70 investitori istituzionali (fondi pensione, assicuratori, fondi sovrani) con oltre 10 trilioni di dollari di *asset under management*, che rappresentano circa il 7% della quota globale di investimenti; (ii) la “*Net Zero Banking Alliance*”, lanciata nel 2021, che comprende oltre 100 banche commerciali per un totale di 65 trilioni di dollari, pari a circa la metà delle attività del settore bancario globale; e (iii) la “*Net-Zero Insurance Alliance*”, anch'essa lanciata nel 2021, che riunisce 25 tra i le principali imprese di assicurazione, che rappresentano circa il 12% del mercato mondiale⁷².

Nel 2006, sempre su iniziativa del Segretario Generale Kofi Anan, le Nazioni Unite pubblicarono, in collaborazione con la UNEP FI, lo UN Global Compact e numerosi attori economici privati, i sopra citati “*Principles for Responsible Investment*”, con l'obiettivo di promuovere l'integrazione dei fattori ESG tra gli investitori istituzionali. I PRI sono un documento contenente sei principi volontari che impegnano i firmatari ad adoperarsi per realizzare investimenti sostenibili e socialmente responsabili⁷³. Ad oggi, i PRI contano più di 4.800 firmatari in tutto il Mondo, provenienti da oltre 80 Paesi⁷⁴. Con *Principles for*

⁷⁰ Cfr. UNEP FI, *The Principles for Positive Impact Finance. A Common Framework to Finance the Sustainable Development Goals*, 2017.

⁷¹ Cfr. tra gli altri UNEP FI, *Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, anche conosciuta come “*Freshfields Report*”, 2005; ID., *Fiduciary Responsibility: Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, 2009; ID., *Guide to Banking and Sustainability*, 2011; ID., *Guidelines for Climate Target Setting for Banks*, 2021; ID., *A Legal Framework for Impact: sustainability impact in investor decision-making*, 2021; ID., *Recommendations for Credible Net-Zero Commitments from Financial Institutions*.

⁷² Fonte: UNEP FI. Cfr. <https://www.unepfi.org/about/>.

⁷³ Si propone il testo dell'intero documento “*As institutional investors, we have a duty to act in the best long-term interests of our beneficiaries. In this fiduciary role, we believe that environmental, social, and corporate governance (ESG) issues can affect the performance of investment portfolios (to varying degrees across companies, sectors, regions, asset classes and through time). We also recognise that applying these Principles may better align investors with broader objectives of society. Therefore, where consistent with our fiduciary responsibilities, we commit to the following: Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes. Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices. Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest. Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry. Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles. Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles. The Principles for Responsible Investment were developed by an international group of institutional investors reflecting the increasing relevance of environmental, social and corporate governance issues to investment practices. The process was convened by the United Nations Secretary-General. In signing the Principles, we as investors publicly commit to adopt and implement them, where consistent with our fiduciary responsibilities. We also commit to evaluate the effectiveness and improve the content of the Principles over time. We believe this will improve our ability to meet commitments to beneficiaries as well as better align our investment activities with the broader interests of society. We encourage other investors to adopt the Principles*”.

⁷⁴ Fonte: PRI. Cfr. <https://unpri.org/>.

Responsible Investment si intende, altresì, oltre all’omonimo documento citato, l’associazione di diritto inglese appositamente costituita al fine di promuovere l’adozione dei *Principles* e l’integrazione dei fattori ESG nel settore finanziario⁷⁵, anche attraverso un’intesa attività di ricerca e di *policy-making*⁷⁶.

Nel 2012, inoltre, presero vita due importanti iniziative: la “*Sustainable Stock Exchange Initiative*” (SSE), un “*partnership programme*” delle Nazioni Unite organizzato da UNCTAD, UN Global Compact, UNEP FI e PRI, che intende creare una piattaforma globale per indagare come i mercati finanziari regolamentati, in collaborazione con investitori, società emittenti, autorità di regolamentazione, *policymakers* e Organizzazioni internazionali possono migliorare le proprie prestazioni ESG e incoraggiare investimenti sostenibili⁷⁷; e il “*Sustainable Banking Network*”, poi rinominato “*Sustainable Banking and Financial Network*” (SBFN), una “*voluntary community*” di regolatori del settore finanziario, banche centrali, ministeri delle finanze e dell’ambiente e associazioni industriali dei mercati emergenti, coordinato dall’International Financial Corporation (IFC), che si impegna a promuovere la Finanza sostenibile per le priorità di sviluppo nazionale, lo sviluppo dei mercati finanziari e la stabilità finanziaria⁷⁸.

Tuttavia, è a partire dal 2015, grazie all’adozione dell’Agenda 2030 e dell’Accordo di Parigi, che il supporto in favore della Finanza sostenibile si è esponenzialmente intensificato, traducendosi in veri e propri documenti politici e programmatici. I citati atti internazionali hanno, infatti, giocato un ruolo determinante. Da un lato, come visto, l’Agenda 2030 ha gettato programmaticamente le basi per supportare la trasformazione di tutti i settori dell’economia, incluso il settore finanziario, per renderlo funzionale alle esigenze dello

⁷⁵ Cfr. PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, Articles of Association of PRI Association, 2006. L’oggetto sociale dell’Associazione è descritto all’art. 4.1 del citato statuto, secondo cui: “*The objects of the Company are to: 4.1.1 promote the Initiative, launched in April 2006 by the United Nations Secretary-General in New York, by advancing the Principles for Responsible Investment; and 4.1.2 promote the consideration of environmental, social and governance issues: 4.1.2.1 in the management and ownership of investments; 4.1.2.2 relating to investment policies and practices by investment managers and owners and other interested parties including consumers, non-governmental organisations, regulators and governments; and 4.1.2.3 promote the PRI’s Mission, and thereby to promote sustainable global commerce and a sustainable financial system*”. Si riporta di seguito anche la *mission* dell’Associazione, specificata all’art. 4.2: “*We believe that an economically efficient, sustainable global financial system is a necessity for long-term value creation. Such a system will reward long-term, responsible investment and benefit the environment and society as a whole. The PRI will work to achieve this sustainable global financial system by encouraging adoption of the Principles and collaboration on their implementation; by fostering good governance, integrity and accountability; and by addressing obstacles to a sustainable financial system that lie within market practices, structures and regulation*”.

⁷⁶ Cfr. al riguardo PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, *A blueprint for responsible investment*, 2017, il piano strategico decennale che orienta l’attività dell’Associazione in *partnership* con i molteplici firmatari.

⁷⁷ Fonte: SSE. Cfr. <https://sseinitiative.org/>.

⁷⁸ Fonte: SBFN. Cfr. <https://sbfnetwork.org/>.

Sviluppo sostenibile, includendo il settore dei servizi e dei mercati finanziari tra i *means of implementation* dell'Addis Ababa Action Agenda. Dall'altro lato, con l'Accordo di Parigi, gli Stati parte si sono impegnati, nella prospettiva di contenere l'innalzamento delle temperature medie globali, 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 (...) rendendo i flussi finanziari coerenti con un percorso verso uno sviluppo economico a basse emissioni e resilienti al clima”⁷⁹. Tale disposizione, contenuta nell'art. 2.1 lett. c) del trattato, ha introdotto, in via convenzionale, l'obbligo per gli Stati di perseguire politiche e attuare riforme volte proprio a riorientare i flussi finanziari privati verso attività economiche in grado di arrecare benefici per il clima, nel più ampio contesto dello Sviluppo sostenibile. Anche se focalizzata sugli aspetti climatici, dunque, tale disposizione si riferisce, implicitamente, a tutto il settore della Finanza sostenibile.

Sempre nel 2015, poi, il G20 Financial Stability Board (FSB) creò la “*Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*” (TCFD), con l'obiettivo di elaborare raccomandazioni per l'intero settore privato per la *disclosure* dei rischi finanziari associati ai cambiamenti climatici in atto, che furono poi pubblicate nel 2017⁸⁰.

Ancora nel 2015, l'UNEP, nell'ambito del neonato progetto denominato “*Inquiry into the design of a sustainable financial system*”, pubblicò un “*inquiry report*” dal titolo “*The financial system we need. Aligning the financial system with sustainable development*”⁸¹. In tale documento, l'UNEP, dopo aver rilevato come una “*rivoluzione silenziosa*”, volta ad allineare il sistema finanziario allo Sviluppo sostenibile, si stesse già facendo strada a livello nazionale e globale, grazie al contributo di numerosi *policy-makers* e regolatori finanziari, affermò come fosse in realtà assolutamente possibile ed anzi doveroso “*trasformare il sistema finanziario internazionale per meglio asservirlo alle esigenze dello Sviluppo sostenibile*”⁸². A tal fine, l'UNEP indicò una serie di possibili aree di intervento per Stati e

⁷⁹ L'Accordo di Parigi è un trattato internazionale stipulato tra gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), in merito alla riduzione delle emissioni di gas serra e al settore finanziario, per contenere l'innalzamento delle temperature medie globali. L'Accordo fu raggiunto il 12 dicembre 2015 e firmato dai 195 Stati membri della Convenzione. Cfr. Accordo di Parigi, art. 2.1: “*This Agreement, in enhancing the implementation of the Convention, its objective, aims to strengthen the global response to the threat of climate change, in the context of sustainable development and efforts to eradicate poverty, including by: (...) (c) Making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development*”. Fonte dei dati: UNFCCC. Cfr. lo

⁸⁰ Cfr. TCFD, *Final Report. Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, 2017.

⁸¹ UNEP, *The financial system we need. Aligning the financial system with sustainable development*, 2015.

⁸² Cfr. Ivi, Foreword: “*Aligning the financial system for sustainability is not some far-off notion, but is already happening. A “quiet revolution” is taking place as policy makers and financial regulators address the need to forge robust and sustainable financial systems for 21st century needs. (...) With this in mind, UNEP established the Inquiry into the Design of a Sustainable Financial System, mandated to explore options for aligning the*

regolatori, offrendo, inoltre, alcuni principi-guida e proposte di *policy-making* da tenere in considerazione⁸³ e precisando, infine, come l'obiettivo di riforma perseguito avrebbe necessariamente comportato il “*coinvolgimento di nuovi attori, nuove coalizioni e nuovi strumenti*”: e quindi Stati, Organizzazioni internazionali, banche centrali, regolatori finanziari, autorità di vigilanza, *standard-setter bodies*, enti governativi e mercati regolamentati, ma anche *agenzie di rating*, banche commerciali, fondi pensione, investitori istituzionali, *think-tank*, società civile e altri attori⁸⁴. Tale *inquiry report* fu poi seguito, l'anno successivo, da due analoghi documenti, intitolati l'uno “*The financial system we need. From momentum to transformation*”, in cui vennero, peraltro, formulate proposte di riforma più precise e dettagliate⁸⁵, l'altro “*Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*”, in cui si evidenziava la necessità di riformare il sistema finanziario nella prospettiva di trasformare progressivamente l'economia reale per renderla sempre più sostenibile⁸⁶.

financial system with sustainable Development (..) The Inquiry's findings and proposals for action drawn from its work through dozens of partners both at the national and international level, indicate that the financial system can be transformed to better serve the needs of sustainable development. Moreover, the Inquiry has highlighted the simple truth that such a transformation is essentially a matter of public choice – a positive choice that is being made in an increasing number of countries and across a growing portion of the financial system. Progressing the alignment of the financial system with sustainable development will involve new actors, coalitions and instruments. Whilst much remains to be done, we believe that UNEP's Inquiry has established a grounded appreciation of the practical potential, and of the policy choices that can be made in setting out to realizing that potential”.

⁸³ Cfr. UNEP, *The financial system we need*, cit., Capitolo 4 “*A framework for action*”, che include un “*sustainable finance toolbox*”, nonché specifici “*policy packages*”.

⁸⁴ Cfr. Ivi, Capitolo 5 “*Next steps*”, così sintetizzato a p. 21: “*Implementing the Inquiry's findings will require the involvement of many actors. Critical to success is the active involvement of stewards of the financial system, including central banks, regulators and prudential authorities, standard setters, government bodies including ministries of finance and market-based rule-setters including stock exchanges and credit rating agencies. Yet the Inquiry's findings also highlight the critical role of other actors, notably: Market actors: from banks to pension funds and analysts – contributing through exemplary leadership, knowledge development and expert guidance, coalition building and advocacy. Sustainable development community: from environmental ministries to think tanks, civil society and agencies such as UNEP – bringing expert knowledge, coalition and public awareness building. International organizations (..). Individuals (..)*”.

⁸⁵ Cfr. UNEP, *The financial system we need. From momentum to transformation*, 2016 (cfr., in particolare, p. 8: “*The Inquiry's findings came at an historic moment rich in potential for major change, underpinned by three interlocking developments: The landmark adoption of the 2030 Agenda for Sustainable Development and the Paris Agreement on climate change (..). Policy action following the financial crisis of 2008 (..). Rapid evolution of the financial system itself (..). The Inquiry highlighted steps that could be taken to encourage and systematize this growing practice, noting that action within the financial system could most effectively be built: (a) through collaboration efforts between private and public sectors; (b) involving action at both the national and international levels; and (c) complementing classic sustainable development policies, such as public financing and policies directly impacting the real economy*”).

⁸⁶ Cfr. UNEP, *Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*, 2016, in particolare pp. 7-9: “*The core purpose of the financial system is to serve the real economy – providing a range of core services for households, enterprises and public authorities. The transition to sustainable development reframes this historic relationship, inserting new parameters around inclusive prosperity, poverty elimination and respect for planetary boundaries (..). To deploy capital at the scale and speed required to achieve sustainable development, a number of interlocking elements have to be in place: (..) action is also needed within the financial system to remove market and institutional barriers that can prevent the efficient*

Fondamentale fu, poi, il Vertice del G20 tenutosi nel 2016 in Cina ad Hangzhou. Nel Comunicato finale, infatti, gli Stati effettuarono tale assai significativa dichiarazione: “*Noi, Leaders del G20 (..) Riconosciamo che, al fine di promuovere una crescita sostenibile dal punto di vista ambientale a livello globale, è necessario scalare i finanziamenti verso attività ecosostenibili (..) Riteniamo che potrebbero essere compiuti sforzi per fornire chiari segnali politici strategici e cornici regolatorie, promuovere principi volontari per la finanza green, ampliare le reti di apprendimento per lo sviluppo delle competenze, sostenere lo sviluppo dei mercati locali dei green bond, promuovere la collaborazione internazionale per facilitare gli investimenti transfrontalieri in green bond, incoraggiare e facilitare la condivisione delle conoscenze sui rischi ambientali e finanziari e migliorare la misurazione delle attività di finanza green e dei loro impatti*”⁸⁷. Questa dichiarazione politica e programmatica contribuì enormemente alla formazione di un consenso globale sulla necessità di allineare i mercati finanziari allo Sviluppo sostenibile. La dichiarazione si basava, in particolare, su di un importantissimo *report* sulla “*green finance*” commissionato dal G20 a un gruppo di esperti⁸⁸, con l’obiettivo di individuare le barriere esistenti e le opzioni politiche per scalare gli investimenti sostenibili a livello nazionale e internazionale⁸⁹. Nel Report furono individuate le seguenti raccomandazioni: 1) *Provide strategic policy signals and frameworks*; 2) *Promote voluntary principles for green finance*; 3) *Expand learning networks for capacity building*; 4) *Support the development of local green bond markets*; 5) *Promote international collaboration to facilitate cross-border investment in green bonds*; 6) *Encourage and facilitate knowledge sharing on environmental and financial risk*; 7) *Improve the measurement of green finance activities and their impacts*⁹⁰. Senza

allocation of capital to sustainable development. These can include misaligned incentives, short-termism, inadequate risk management, insufficient transparency and poor stewardship”.

⁸⁷ Cfr. G20, 2016 Hangzhou Summit Communiqué, 2016, punto 21: “*We recognize that, in order to support environmentally sustainable growth globally, it is necessary to scale up green financing. The development of green finance faces a number of challenges, including, among others, difficulties in internalizing environmental externalities, maturity mismatch, lack of clarity in green definitions, information asymmetry and inadequate analytical capacity, but many of these challenges can be addressed by options developed in collaboration with the private sector. We welcome the G20 Green Finance Synthesis Report submitted by the Green Finance Study Group (GFSG) and the voluntary options developed by the GFSG to enhance the ability of the financial system to mobilize private capital for green investment. We believe efforts could be made to provide clear strategic policy signals and frameworks, promote voluntary principles for green finance, expand learning networks for capacity building, support the development of local green bond markets, promote international collaboration to facilitate cross-border investment in green bonds, encourage and facilitate knowledge sharing on environmental and financial risks, and improve the measurement of green finance activities and their impacts*”.

⁸⁸ Si tratta del “*Green Finance Study Group*”, attivo dal 2016 al 2018, rinominato come “*Sustainable Finance Study Group*” nel 2018-2019 e ricostituito come “*Sustainable Finance Working Group*” nel 2021 in occasione del G20 svoltosi in Italia di cui *infra*.

⁸⁹ G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report*, 2016.

⁹⁰ Cfr. *Ivi*, p. 4 e *passim*.

dubbio, l’iniziativa del G20, incluso il *report* da ultimo menzionato, offrì al Mondo una chiara visione di politica economica internazionale, stimolando a livello globale l’interesse di investitori, enti emittenti e istituzioni verso tale emergente settore.

Il dibattito sulla Finanza sostenibile fu, poi, ulteriormente accelerato nel 2017, grazie alla pubblicazione della “*Roadmap for a Sustainable Financial System*”, un documento elaborato dall’UNEP e dalla Banca Mondiale che sottolinea la necessità di riformare l’intero settore dei servizi finanziari attraverso la convergenza di iniziative internazionali, iniziative nazionali e iniziative “*market-based*”, intese quali “*three drivers of change*”⁹¹. L’obiettivo dichiarato è di “*sbloccare il pieno potenziale del sistema finanziario quale motore per l’effettiva transizione verso lo sviluppo sostenibile*”⁹². La Roadmap propone di adottare un “*approccio integrato*” alla “*sfida*” dello Sviluppo e della Finanza sostenibile, tramite un documento di natura programmatica a cui tutti i soggetti interessati, pubblici e privati, possono fare riferimento per accelerare la trasformazione in direzione di un sistema finanziario sostenibile⁹³. Recependo le analisi svolte in particolare dall’UNEP nei sopra citati documenti, la Roadmap fornisce analisi, suggerimenti, raccomandazioni e prospettive di riforma rivolte sia ai soggetti pubblici che agli attori privati: l’idea, infatti, è di integrare l’innovazione giuridica e finanziaria proveniente dal settore privato, rubricata “*market-based transformation*”, con varie e specifiche “*nationally driven initiatives*”, analiticamente

⁹¹ UNEP, WORLD BANK, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, 2017 (cfr., in particolare, p. 9 “*The ongoing transition toward a sustainable financial system is taking place through the interaction of three types of initiatives: 1. Market-based initiatives. Through the development of collective initiatives such as the Sustainable Banking Network (SBN) and the United Nations Environment Programme – Finance Initiative (UNEP FI), private and public finance institutions have worked to integrate environmental and social risks and opportunities into their business lines and approaches. 2. National initiatives. The initial momentum for sustainable finance has been driven by country-level initiatives that, in many cases, arose from national planning processes to implement climate change policies or other long-term strategic development initiatives. 3. International initiatives. Cooperative efforts carried out by the G20, the G7, the UN, and the Financial Stability Board (FSB) have all addressed different aspects of sustainable and green finance while at the same time increasingly involving the private sector. This effort has been complemented by the multilateral development banks (MDBs) and other international financial institutions (IFIs) that are continuing to actively promote sustainable finance with initiatives ranging from the adoption of sustainable practices in their core financial activities to the launching of new products aimed at driving capital to sustainable and green applications*”).

⁹² Cfr. Ivi, p. 9: “*the full potential of the financial system needs to be harnessed to serve as an engine in the global economy’s transition toward sustainable development*”.

⁹³ Cfr. Ivi, p. 9: “*The objective of this Roadmap is to propose an integrated approach that can be used by all financial sector stakeholders – both public and private – to accelerate the transformation toward a sustainable financial system. This approach can bring policy cohesiveness across ministries, central banks, financial regulators, and private financial sector participants to focus efforts. The ultimate vision that the Roadmap seeks to reach is one of a financial system that integrates sustainability considerations into its operations, including the full costing of positive and negative externalities that sustainability implies, leading to a reorientation of the flow of resources toward more inclusive and sustainable activities*”.

esaminate ed esposte nel documento, e nel rispetto di alcuni principi-guida di coordinazione internazionale anch'essi precisati e spiegati⁹⁴.

Sempre nel 2017, fu poi creato il “*Network for Greening the Financial System*” (NGFS), un *network* che comprende oltre 80 banche centrali e supervisor finanziari con l'obiettivo di promuovere lo sviluppo di “*best practices*” per rafforzare il ruolo del sistema finanziario nella gestione dei rischi e nella mobilitazione di capitali per investimenti *green* e *low carbon* nel più ampio contesto della dimensione ambientale dello Sviluppo sostenibile⁹⁵.

Un'ulteriore, fondamentale iniziativa internazionale fu la creazione, nel 2019, della “*International Platform on Sustainable Finance*” (IPSF), un *forum* informale di discussione costituito in seno al G20 con l'obiettivo di promuovere la cooperazione e la coordinazione a livello internazionale tra i vari regolatori in materia di Finanza sostenibile, per creare mercati integrati ed aumentare la scalabilità del settore⁹⁶. Partecipano a tale *forum* ben 17 giurisdizioni oltre all'Unione Europea: Argentina, Canada, Cile, Cina, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Kenya, Malesia, Marocco, Nuova Zelanda, Norvegia, Senegal, Singapore, Svizzera e Regno Unito; nonché, in qualità di osservatori, varie organizzazioni ed enti di rilevanza internazionale, tra cui: l'UNEP, l'OCSE, il Fondo Monetario internazionale, la Banca Mondiale, la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, la Banca Europea per gli Investimenti, l'Organizzazione internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari (IOSCO) e altri soggetti⁹⁷. Una delle principali iniziative assunte in tale contesto è la “*Common Ground Taxonomy*”, guidata congiuntamente dall'Unione Europea e dalla Cina e aperta agli altri membri, che si propone di effettuare una valutazione comparata tra le tassonomie di investimenti e attività sostenibili adottate nell'Unione e in Cina, focalizzandosi sugli aspetti comuni e sulle differenze per favorire la comparabilità e l'interoperabilità tra tali strumenti regolatori⁹⁸.

Da ultimo, nell'Ottobre 2021 in occasione del G20 tenutosi in Italia, in cui sono stati ribaditi gli impegni in tema di Finanza sostenibile⁹⁹, è stato pubblicato, il documento “*Roadmap for sustainable finance*”, con cui sono stati ulteriormente dettagliati gli obiettivi di riforma del settore finanziario perseguiti dagli Stati del G20 e sono stati, altresì, individuati i ruoli svolti da varie Organizzazioni internazionali e altri attori in materia di

⁹⁴ Cfr. *Ivi, passim*.

⁹⁵ Fonte: NGFS. Cfr. www.ngfs.net/.

⁹⁶ Cfr. IPSF, *Joint statement on the International platform on sustainable finance*, 18 October 2019.

⁹⁷ Cfr. IPSF, *Annual Report 2020* e ID. *Annual Report 2021*.

⁹⁸ INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE ON COMMON GROUND TAXONOMY, *Instruction report*, 2021.

⁹⁹ Cfr. G20, *Rome Leaders' Declaration*, 2021, in particolare punti 30 e 31.

policy-making per la Finanza sostenibile nell'ambito di una *roadmap* comune, al fine di promuovere e armonizzare gli interventi normativi in materia¹⁰⁰. L'iniziativa del G20 ha aperto una nuova fase del dibattito internazionale sulla Finanza sostenibile e sulle relative riforme, caratterizzata da un maggior coordinamento internazionale tra Stati e Organizzazioni internazionali, che vede proprio nel G20 il centro propulsore di iniziative politiche internazionali e nazionali, nonché il principale *forum* di discussione, cooperazione e pianificazione delle riforme.

Subito dopo il G20, nel Novembre del medesimo anno si è tenuta a Glasgow la Conferenza delle Parti nel contesto dell'UNFCCC e dell'Accordo di Parigi, nell'ambito della quale gli Stati parte della Convenzione e dell'Accordo hanno siglato il “*Glasgow Climate Pact*”, un documento che mira a rafforzare la cooperazione e la coordinazione internazionale in materia di politiche climatiche e promuove iniziative a supporto della Finanza sostenibile con specifico riferimento agli obiettivi di mitigazione e di adattamento climatico¹⁰¹.

Nel contesto generale sopra descritto, grazie alla chiara direzione politica espressa da Stati e Organizzazioni internazionali a livello di *governance* economica internazionale, le iniziative in favore della Finanza sostenibile si sono moltiplicate soprattutto nell'ultimo quinquennio, coinvolgendo, come rilevato e altresì auspicato dai sopra citati documenti, anche il settore privato, il quale ha agito sia autonomamente, sia in *partnership* con il settore pubblico, elaborando definizioni, linee-guida, principi, *standard* e *framework* normative.

Ad esempio, l'emergente mercato degli strumenti di debito sostenibile risulta disciplinato, in particolare, dagli *standard* e dalle linee-guida emesse dall'ICMA, un'associazione di imprese finanziarie con finalità di standardizzazione e regolamentazione su base volontaria del settore: si tratta, dunque, di atti dal contenuto sostanzialmente normativo che si collocano sistematicamente nel quadro del cosiddetto diritto

¹⁰⁰ Cfr. G20, *Roadmap for sustainable finance*, 2021, in particolare pp. 1-2: “*The Roadmap is a multi-year document that will help inform the broader G20 agenda on climate and sustainability (...) The main purpose of the Roadmap and an important goal of the Sustainable Finance Working Group is to advance international work to help scale up private and public sustainable finance and in so doing, accelerate the implementation of the Paris Agreement and 2030 Agenda*”. La Roadmap individua “*three priority areas (...): 1. improving comparability and interoperability of approaches to align investments to sustainability goals; 2. overcoming information challenges by improving sustainability disclosure and reporting; and 3. enhancing the role of International Financial Institutions (IFIs) in supporting the goals of the Paris Agreement and 2030 Agenda*” (Ivi). La Roadmap si compone, inoltre, di due parti sostanziali: “*(t)he first part, the “Priorities” contained in the main text of the document, identifies 19 actions across five Focus Areas that the G20 views as priorities for scaling up sustainable finance. The second part, the “List of actions”, contained in the Annex, lays out the actions with indicative timelines, and indication of which G20 working groups, IOs, and other international networks and initiatives are currently or planning to carry out work to address those actions*” (Ivi, p. 5).

¹⁰¹ Cfr. Glasgow Climate Pact, 13 Novembre 2021, UN Doc. FCCC/PA/CMA/2021/10/Add.1.

transnazionale¹⁰². Si rinvencono, inoltre, una pluralità di diversi atti, anch'essi dal contenuto sostanzialmente normativo, ancorché dalla portata molto generale, che sono emessi da Organizzazioni internazionali, anche in *partnership* con attori privati, come lo UN Global Compact, i PRI, i PSI, i PRB, i PPFI sopra citati.

Trainato dalle iniziative qui brevemente descritte, l'intero settore della Finanza sostenibile si è rapidamente dotato di una pluralità di principi e *standard* privati volontari e di *soft-law*, tanto di rilevanza nazionale-regionale, quanto e soprattutto internazionale, aventi ad oggetto le pratiche e i servizi finanziari sopra elencati. Inoltre, in alcune giurisdizioni, tra cui l'Unione Europea, sono stati avviati veri e propri processi legislativi, finalizzati ad elaborare norme comuni di rilevanza territoriale per le varie fattispecie di Finanza sostenibile, intorno ai quali occorre svolgere uno specifico approfondimento.

§ 4. La regolamentazione a livello sovranazionale della Finanza sostenibile: l'esempio dell'Unione Europea.

L'Unione Europea ha inteso da subito svolgere un ruolo guida a livello internazionale in materia di Finanza sostenibile, impegnandosi ad attuare specifiche e puntuali riforme. Già nel 2016, la Commissione nominò un gruppo di esperti¹⁰³ per sviluppare una strategia europea per la Finanza sostenibile¹⁰⁴ e, sulla base delle raccomandazioni effettuate¹⁰⁵, nel 2018 adottò un apposito "*Action Plan on Sustainable Finance*", con l'obiettivo di riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, dal degrado ambientale e dalle questioni economico-sociali e promuovere la trasparenza e una visione di lungo periodo nell'attività finanziarie ed economiche¹⁰⁶. Il Piano d'Azione comprendeva, tra le altre cose, proposte inerenti la

¹⁰² V. Parte Seconda e Parte Terza.

¹⁰³ Si tratta dell'High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEGSF), di cui facevano parte esponenti del settore pubblico e privato. Cfr. HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Interim Report*, 2017.

¹⁰⁴ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Capital. "Markets Union - Accelerating Reform"*, 14.9.2016, EU Doc. COM/2016/0601 final.

¹⁰⁵ Cfr. HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Interim Report*, cit. e EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. "Action Plan: Financing Sustainable Growth"*, 8.3.2018, EU Doc. COM/2018/097 final; cfr. anche HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Final Report*, 2018.

¹⁰⁶ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Communication. "Action Plan: Financing Sustainable Growth"*, cit.

creazione di una tassonomia europea per definire e classificare le attività sostenibili e di uno *standard* europeo per i *green bond*, basato proprio su tale tassonomia. Al fine di presentare le opportune proposte legislative, la Commissione nominò un secondo gruppo di esperti sulla Finanza sostenibile e condusse un'ampia consultazione a livello unionale¹⁰⁷. L'anno successivo, la Commissione presentò un nuovo piano, denominato “*The European Green Deal*” contenente una dettagliata *roadmap* riguardante le varie riforme da promuovere nella prospettiva di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050¹⁰⁸.

La Commissione, dunque, ha assunto in concreto molteplici iniziative. La chiave di volta delle riforme in materia è rappresentata dalla “*Taxonomy Regulation*” (Regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili)¹⁰⁹, in vigore dal 12 luglio 2020, che stabilisce un sistema di classificazione europeo delle attività eco-sostenibili, basato su sei obiettivi ambientali (*climate change mitigation, climate change adaptation, the sustainable use and protection of water and marine resources, the transition to a circular economy, pollution prevention and control, the protection and restoration of biodiversity and ecosystems*). Secondo le disposizioni del Regolamento, un'attività economica è considerata sostenibile solo se soddisfa i seguenti requisiti: (i) “*contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento*” di uno o più dei citati obiettivi ambientali; (ii) “*non arreca un danno significativo*” a nessuno degli altri obiettivi ambientali; (iii) “*è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia*” previste dal Regolamento; (iv) “*è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione*” con apposito atto delegato¹¹⁰. Il Regolamento specifica, poi, per ciascuno degli obiettivi ambientali individuati, sia cosa si intende per “*contributo sostanziale*” di cui al requisito sub (i)¹¹¹, sia in cosa consiste il “*danno significativo*” di cui al requisito sub (ii)¹¹². Per quanto

¹⁰⁷ Si tratta del Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), il cui mandato era di predisporre un *report*, contenente specifiche raccomandazioni, in merito alle proposte legislative da promuovere in punto tassonomie, *green bond standard*, *disclosure* delle informazioni non-finanziarie e metodologie per la creazione di *benchmark* europei in materia climatica. Il mandato si concluse con la pubblicazione dei seguenti documenti: TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *TEG final report on the EU Taxonomy*, 2020; ID., *Technical annex to the TEG final report on the EU Taxonomy*, 2020; ID., *Report on EU Green Bond Standard. TEG Report Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2019; ID., *Usability guide. EU Green Bond Standard. TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2020; ID., *Report on Benchmarks*, 2019; ID., *Report on Climate-related Disclosures*, 2019.

¹⁰⁸ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Capital. “The European Green Deal”*, 11.12.2019, EU Doc. COM/2019/640 final.

¹⁰⁹ Cfr. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Text with EEA relevance) PE/20/2020/INIT, O.J. L 198, 22.6.2020, p. 13-43.

¹¹⁰ Cfr. *Ivi*, art. 3.

¹¹¹ Cfr. *Ivi*, artt. 10-16.

¹¹² Cfr. *Ivi*, art. 17.

riguarda, invece, le “*garanzie minime di salvaguardia*”, il Regolamento fa espresso riferimento, dandone diretta applicazione, a specifici atti internazionali di *soft-law*¹¹³, vale a dire: le “*OECD Guidelines on Multinational Enterprises*”¹¹⁴, gli “*UN Guiding Principles on Business and Human Rights*”¹¹⁵, le otto Convenzioni dell’International Labour Organization (ILO) di cui alla “*Declaration of the International Labour Organisation on Fundamental Principles and Rights at Work*”¹¹⁶, nonché l’“*International Bill of Human Rights*”¹¹⁷. Il Regolamento, infine, stabilisce precisi requisiti di trasparenza, comunicazione e *reporting* per le imprese che intendano offrire prodotti finanziari di investimento in “*un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale*” o che “*promuova[no] caratteristiche ambientali*” ai sensi del Regolamento (UE) 2019/2088, relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari di cui *infra*¹¹⁸.

Il sistema di classificazione europeo delle attività sostenibile presenta, dunque, relevantissimi profili di novità: oltre a precisare i criteri per cui un’attività economica o

¹¹³ Cfr. *Ivi*, art. 18.

¹¹⁴ Sul punto, si rinvia a quanto detto *supra* § 3. Per un commento integrato su *Guidelines OCSE* e Principi ONU cfr. C.M.GULOTTA, *Etica e globalizzazione: riflessioni sui Principi OCSE del 2011 per le imprese multinazionali e sui Principi ONU in temi di affari e diritti umani*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 26(3), 2012.

¹¹⁵ Cfr. NAZIONI UNITE, *UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, 2011, adottato dallo Human Rights Council delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 17/4 del 16 Giugno 2011, UN Doc. A/HRC/RES/17/4. I *Guiding Principles* (sez. II, “*The corporate responsibility to respect human rights*”) stabiliscono principi non vincolanti in materia di diritti umani per le imprese multinazionali.

¹¹⁶ Cfr. INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION, *Declaration of the International Labour Organisation on Fundamental Principles and Rights at Work*, 1998, modificata nel 2022. Le Convenzioni ILO rilevanti, richiamate nella Dichiarazione, sono le seguenti: (i) *Forced Labour Convention*, 1930; (ii) *Freedom of Association and Protection of the Right to Organise Convention*, 1948; (iii) *Right to Organise and Collective Bargaining Convention*, 1951; (iv) *Equal Remuneration Convention*, 1951; (v) *Abolition of Forced Labour Convention*, 1957; (vi) *Minimum Age Convention*, 1973; (vii) *Discrimination (Employment and Occupation) Convention*, 1958; (viii) *Worst Forms of Child Labour Convention*, 1999. Secondo la Dichiarazione “*all Members, even if they have not ratified the Conventions in question, have an obligation, arising from the very fact of membership in the Organization, to respect, to promote and to realize, in good faith and in accordance with the Constitution, the principles concerning the fundamental rights which are the subject of those Conventions*”. Le citate Convenzioni costituiscono i principali atti normativi in materia di diritto internazionale del lavoro. In forza delle disposizioni del menzionato Regolamento Europeo, i principi e gli *standard* contenuti nelle Convenzioni, ancorché rivolti agli Stati, si applicano direttamente alle imprese.

¹¹⁷ Cfr. *International Bill of Human Rights* (Carta internazionale dei diritti umani), Risoluzione dell’Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 217/(III) del 10 Dicembre 1948. L’*International Bill of Human Rights* si compone di cinque diversi atti internazionali: non solo la “*Universal Declaration of Human Rights*” del 1948, adottata dall’Assemblea Generale con la citata Risoluzione, ma anche le seguenti convenzioni e protocolli internazionali, adottati successivamente in attuazione della medesima Risoluzione: l’“*International Covenant on Economic, Social, and Cultural Rights*”, adottato dall’Assemblea Generale nel 1966 (Risoluzione n. 2200A (XXI) del 16 Dicembre 1966) ed entrato in vigore il 3 gennaio 1976 a seguito del raggiungimento del numero di ratifiche ivi previste; l’“*International Covenant on Civil and Political Rights*”, adottato con la medesima Risoluzione da ultimo citata ed entrato in vigore il 23 marzo 1976, e i relativi Protocolli opzionali. Anche in tal caso, in forza delle disposizioni del menzionato Regolamento Europeo, i principi e gli *standard* contenuti nelle Convenzioni, rivolti agli Stati, si applicano direttamente alle imprese.

¹¹⁸ Cfr. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (*Taxonomy Regulation*), rispettivamente artt. 5 e 6.

finanziaria possa qualificarsi come sostenibile in relazione agli specifici benefici arrecati in concreto rispetto all'obiettivo o agli obiettivi ambientali perseguiti – requisito sub (i); impone che la stessa non comporti alcun danno significativo nei confronti degli altri obiettivi ambientali rilevanti – requisito sub (ii); e rende, altresì, vincolanti i principi e gli *standard* internazionali sopra riepilogati in materia di sostenibilità e diritti umani – requisito sub (iii). Di tal ch , le imprese che vogliono offrire prodotti e servizi di Finanza sostenibile hanno l'obbligo giuridico di applicare tali principi e *standard* internazionali.

La *Taxonomy Regulation* modifica il sopra citato Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilit  nel settore dei servizi finanziari, anche conosciuto come "*Sustainable Finance Disclosures Regulation*", approvato sul finire del 2019 ed entrata in vigore il 21 Marzo 2021, sempre nel contesto del menzionato Action Plan del 2018¹¹⁹. Il Regolamento 2019/2088 disciplina nello specifico la trasparenza, la *disclosure* e il *reporting* relativi alla sostenibilit  dei servizi offerti, obbligando i "*partecipanti ai mercati finanziari*" e i "*consulenti finanziari*", come definiti nel Regolamento¹²⁰, a fornire informazioni dettagliate aventi ad oggetto: (i) "*le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilit  nei loro processi decisionali relativi agli investimenti*" ovvero "*nelle loro consulenze in materia di investimenti o di assicurazioni*"¹²¹; (ii) per ciascun prodotto offerto, "*se e, in caso affermativo, in che modo un prodotto finanziario prende in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilit *"¹²²; (iii) per i prodotti che promuovano "*tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche*" "*le informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate*" e "*qualora sia stato designato un indice come indice di riferimento, informazioni che indichino se e in che modo tale indice   coerente con tali caratteristiche*"¹²³; (iv) per i prodotti che hanno "*come obiettivo investimenti sostenibili*" specifiche informazioni relative alle caratteristiche di sostenibilit  del prodotto offerto e alle metodologie di misurazione dei relativi benefici¹²⁴.

Il Regolamento, dunque, impone generali obblighi di trasparenza per tutti i partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari, relativi alle proprie politiche di sostenibilit 

¹¹⁹ Cfr. Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Text with EEA relevance) PE/87/2019/REV/1, O.J. L 317, 9.12.2019, p. 1-6

¹²⁰ Cfr. *Ivi*, art. 2.

¹²¹ Cfr. *Ivi*, art. 3 e art. 4 e 6.

¹²² Cfr. *Ivi*, art. 7.

¹²³ Cfr. *Ivi*, art. 8.

¹²⁴ Cfr. *Ivi*, art. 9 ss.

e ai rischi di sostenibilità associati a ciascuno dei prodotti offerti, nonché obblighi particolari riferibili ai soli prodotti che promuovano caratteristiche di sostenibilità o che hanno come obiettivo investimenti sostenibili. In tal modo, le informazioni rese pubbliche a tutela degli investitori potranno, altresì, essere utilizzate dai vari operatori del mercato per valutare le *performance* di sostenibilità dei vari prodotti finanziari offerti, così riducendo il rischio del *greenwashing* e stimolando la concorrenza in materia di sostenibilità.

Ulteriori tasselli del piano europeo per la Finanza sostenibile risultano, inoltre, dalle modifiche alla “*Benchmark Regulation*” (Regolamento (UE) 2019/2089), che stabiliscono requisiti relativi ai *benchmark* europei in materia di transizione climatica, allineamento agli obiettivi dell’Accordo di Parigi e *disclosure* in tema di sostenibilità¹²⁵; dall’aggiornamento delle “*Guidelines on non-financial reporting*” (Comunicazione della Commissione Europea C/2019/449) nel contesto della “*Non-Financial Reporting Directive*” (Direttiva 2014/95/EU recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni)¹²⁶; nonché dalla recente proposta di una “*Corporate Sustainability Reporting Directive*”, che, tra gli altri obiettivi, propone di estendere l’ambito di applicazione della *Non-Financial Reporting Directive* a tutte le imprese quotate sui mercati finanziari eccetto le micro-imprese e imporre la presentazione di un *audit* relativo alle informazioni oggetto di *disclosure*¹²⁷.

Infine, si pone come fondamentale ed essenziale, anche ai fini della presente indagine, la proposta di istituire uno *European green bond standard*¹²⁸. Si tratta di un Regolamento, che è tuttora in fase di approvazione, che stabilisce uno *standard* europeo per i *green bond* applicabile in tutto il Mondo che, ove applicato, comporta specifici adempimenti per gli enti

¹²⁵ Cfr. Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks (Text with EEA relevance), PE/90/2019/REV/1, O.J. L 317, 9.12.2019, pp. 17-27.

¹²⁶ Cfr. Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups (Text with EEA relevance), O.J. L 330, 15.11.2014, pp. 1-9; EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)* C/2017/4234, O.J. C 215, 5.7.2017, pp. 1-20; EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information* C/2019/4490, O.J. C 209, 20.6.2019, pp. 1-30.

¹²⁷ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, 21.4.2021, EU Doc. COM(2021) 189 final.

¹²⁸ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council on European green bonds, 6.7.2021, EU Doc. COM/2021/391 final.

emittenti e stabilisce appositi meccanismi di supervisione e controllo sui vari partecipanti del mercato. Lo *standard* sarà diffusamente analizzato *infra* Capitolo IV, § 8.

In generale, il progetto di riforma dell'Unione in materia di Finanza sostenibile si compone, dunque, di tre precise componenti, che consistono nella creazione di una tassonomia comune e vincolante per le attività sostenibili, nell'imposizione di specifici obblighi di trasparenza per la *disclosure* e il *reporting* delle informazioni in materia di sostenibilità, riguardanti sia in generale l'attività d'impresa svolta dai vari soggetti e i prodotti e servizi offerti, sia nello specifico i prodotti e i servizi finanziari che promuovono aspetti di sostenibilità o investimenti sostenibili, nonché nella regolamentazione degli strumenti di debito sostenibile *green*. Trattasi, dunque, di un percorso di riforma molto incisivo e pervasivo, che innova profondamente il settore dei servizi e dei mercati finanziari europeo e che si struttura in "pacchetti" di riforme da attuare progressivamente nel quadro di un disegno unitario.

§ 5. La Finanza sostenibile come fenomeno economico e giuridico globale di rilevanza internazionale.

Sulla scorta degli elementi analizzati e delle considerazioni sopra svolte, i seguenti paragrafi intendono specificare il significato giuridico che assume il termine "Finanza sostenibile" nel quadro del sistema economico e finanziario internazionale e nella prospettiva del diritto internazionale, in specie di quello dell'economia.

Fondamentalmente, la Finanza sostenibile rileva innanzitutto come *fenomeno* portato all'emersione e all'affermazione, come sopra illustrato, di un settore distinto e trasversale dei mercati finanziari internazionali. Tradizionalmente, il diritto internazionale si è occupato del settore dei servizi e dei mercati finanziari soprattutto nell'ottica di assicurare la stabilità economica, quale bene pubblico globale e obiettivo della Comunità internazionale funzionale a garantire l'ordinato svolgersi delle relazioni economico e commerciali internazionali¹²⁹. In tale contesto, l'emergente settore della Finanza sostenibile e l'intensificarsi del relativo dibattito politico internazionale si pongono come elementi di novità dal punto di vista giuridico internazionale, essendo strumentali a promuovere e tutelare lo Sviluppo sostenibile, quale diverso obiettivo internazionale e bene pubblico

¹²⁹ Sul punto, cfr. in particolare G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità nel diritto internazionale*, cit. Per una discussione di merito più approfondita, v. *infra* § 8.

globale. Di conseguenza, occorre dimostrare la rilevanza di tale fenomeno per il diritto internazionale e procedere ad un tentativo di collocazione sistematica.

La tesi qui proposta è che la Finanza sostenibile si può correttamente qualificare come *fenomeno economico e giuridico globale di rilevanza internazionale*, trattandosi, infatti, di un insieme di fatti risultanti dall'attività di un determinato gruppo sociale, composto dai vari operatori dei mercati finanziari internazionali e dai soggetti che a vario titolo partecipano alla relativa *governance*, caratterizzati da elementi e finalità comuni e disciplinati, in maniera assi generica ovvero in via più specifica, da principi e *standard* non vincolanti emessi sia da regolatori transnazionali privati, sia da soggetti pubblici come Stati, Organizzazioni internazionali e regolatori finanziari e, in taluni casi, da vere e proprie regolamentazioni nazionali o sovranazionali.

In primo luogo, la Finanza sostenibile si configura a tutti gli effetti come *fenomeno economico*, trattandosi, come visto, di un emergente e distinto settore dei mercati, nato sulla base delle molteplici innovazioni che sono emerse dal basso nella prassi finanziaria internazionale, e quindi, nella prospettiva giuridica internazionale, come puri *fatti economici*. Oggigiorno, la locuzione Finanza sostenibile è utilizzata per indicare un macrofenomeno che comprende, in maniera organica e unitaria, tutti quei servizi e quelle pratiche finanziarie che supportano l'intergazione degli ESG ovvero la dimensione ambientale e sociale dello Sviluppo sostenibile, incluse le pratiche di *Socially Responsible Investing*, *Impact Investing*, *ESG investing*, *Social Finance*, *Climate Finance* e *Green Finance*¹³⁰.

In secondo luogo, la Finanza sostenibile si pone, altresì, come *fenomeno giuridico*, intendendo con ciò l'insieme dei fatti che portano all'emersione di un insieme di regole rilevanti all'interno di un determinato gruppo sociale o mercato (fatti normativi), i quali possono, altresì, essere regolati tramite specifiche discipline pubblicistiche (fatti giuridici). Al fine di comprendere tale ricostruzione, è opportuno riproporre la ben nota distinzione tra fatti giuridici e fatti normativi. I primi assumono rilevanza in quanto sussumibili in fattispecie che sono regolate, direttamente o indirettamente, da norme di diritto interno o internazionale e quindi non producono di per sé diritto, ma rappresentano l'oggetto di specifiche discipline (regole di condotta di tipo *top-down*). Sotto tale profilo, alcuni strumenti di Finanza sostenibile assumono rilevanza come veri e propri *fatti giuridici*, essendo disciplinati da norme di *soft-law* o di *hard-law* emanate dalle pubbliche autorità nazionali o regionali competenti, che eventualmente recepiscono, dandone diretta

¹³⁰ Cfr. ICMA, *High Level Definitions*, cit.; v. *supra* Capitolo II, § 1.

applicazione, principi e *standard* internazionali, di fonte sia pubblica, sia privata, e di natura volontaria. Diversamente, i fatti normativi assumono rilevanza proprio in quanto da essi scaturiscono ‘dal basso’ regole di condotta di diversa natura ed efficacia, per lo più di fonte privata e ad applicazione volontaria (regole di condotta di tipo *bottom-up*).

Ferma la continua innovazione finanziaria, la mancanza di regolamentazioni pubblicistiche del settore nella maggior parte delle giurisdizioni e l’autonomia privata di cui godono gli attori finanziari nel disciplinare contrattualmente i servizi offerti, la diffusione delle varie fattispecie di Finanza sostenibile sopra elencate sta portando alla formazione di vere e proprie regole di settore, di natura transnazionale privata, che disciplinano singoli strumenti. Nella prospettiva del diritto internazionale tradizionale, tali regole, essendo prodotte da fonti diverse da quelle tradizionalmente caratterizzanti il sistema giuridico internazionale come ci ricorda l’art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia, non sono parte di detto ordinamento; tuttavia, possono essere prese in considerazione dal medesimo proprio a titolo di fatti normativi ovvero di prassi internazionale di mercato.

Ad un’attenta analisi, tali regole scaturiscono da due diverse fonti, da intendersi, in sensi ampio, come ogni atto o fatto produttivo di regole di condotta dotate di un certo grado di legittimità e di efficacia. Da un lato si collocano i veri e propri atti normativi, quali sono a tutti gli effetti gli *standard* emessi da regolatori privati per disciplinare, in via generale e astratta e su base volontaria, strumenti e servizi analoghi, a tutela della certezza, della trasparenza e dell’integrità del mercato. L’ipotesi riguarda nello specifico i vari strumenti di debito sostenibile e, in generale, gli strumenti “*labeled*”, i cui *standard* sono generalmente applicati dagli attori dei mercati internazionali¹³¹. Dall’altro lato, si colloca la prassi economico-finanziaria, risultante dal diffuso utilizzo di schemi e modelli contrattuali omogenei da parte dei vari attori economici, per auto-disciplinare, in concreto, strumenti e servizi analoghi in maniera coerente e conforme con le aspettative del mercato¹³². Gli strumenti sopra identificati col termine di “*quasi-labeled*”¹³³, infatti, non sono disciplinati

¹³¹ L’elevato grado di effettività è un dato caratterizzante l’intero mercato del debito sostenibile, come sarà più approfonditamente analizzato nel Capitolo V.

¹³² Tale prassi non va confusa con la *lex mercatoria* in ambito finanziario (al riguardo cfr. su tutti F. MARRELLA, *La nuova Lex mercatoria: principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, Padova, 2003) per due fondamentali ragioni: da un lato, i servizi di Finanza sostenibile, ancorché prestati sulla base di regole consolidate nella prassi internazionale di mercato, di regola non comportano l’assunzione in capo all’ente emittente di veri e propri obblighi coercibili; dall’altro lato, e conseguentemente, non sussistono in genere clausole arbitrali che possano consentire l’accertamento e l’esecuzione di tali regole, come, invece, avviene, in genere, per la *lex mercatoria*. Si tratta, dunque, di una prassi da cui originano più che altro norme quasi-giuridiche o comunque norme giuridiche caratterizzate da una scarsa coercibilità diretta, ma da un elevato livello di effettività internazionale/transnazionale.

¹³³ V. *supra* nota 50.

da appositi *standard*; tuttavia, l'evoluzione della prassi può portare ad associare all'utilizzo di talune specifiche denominazioni schemi contrattuali con specifiche caratteristiche comuni, che potranno a loro volta formalizzarsi in precisi atti dal contenuto normativo ovvero in nuovi *standard*. Ciò è avvenuto, ad esempio, proprio per i vari strumenti di debito sostenibile, in cui l'elaborazione degli *standard* è stata preceduta da una fase di spontanea convergenza della prassi negoziale¹³⁴. In tale prospettiva, assumono, altresì, rilevanza i principi e le linee-guida emessi dalle Organizzazioni internazionali, eventualmente in *partnership* col settore privato, che, senza stabilire specifici requisiti, pongono principi generali proprio per orientare la condotta degli attori finanziari e promuovere *best practice* a livello globale¹³⁵.

A tutti gli effetti, dunque, la continua crescita del settore della Finanza sostenibile sta portando alla formazione, tramite atti normativi di fonte privata, principi e linee-guida internazionali e prassi economico-finanziaria, di un insieme di regole di settore che, pur in assenza di coercizione o di formale riconoscimento da parte degli ordinamenti interni, sono applicate dagli attori economici e ne orientano e disciplinano i comportamenti. Per tale ragione, la Finanza sostenibile è qualificabile come fenomeno giuridico, trattandosi di un fenomeno di matrice economica che non solo può essere disciplinato da norme giuridiche, ove i regolatori nazionali abbiano deciso di intervenire, come nel caso dell'Unione Europea sopra descritto, ma è esso stesso fonte di vere e proprie regole di condotta di rilevanza transnazionale, di fonte per lo più privata e dall'efficacia volontaria che disciplinano varie e specifiche fattispecie¹³⁶. La progressiva emersione, nello scenario internazionale, di tali regole di tipo *bottom-up* è un dato caratterizzante l'intero settore, come sarà evidenziato nel Capitolo V con specifico riferimento al mercato del debito sostenibile.

In terzo luogo, la Finanza sostenibile si pone come *fenomeno globale* sempre dal punto di vista economico e giuridico. Sotto il primo profilo, si evidenzia che il settore in esame si è sviluppato su scala effettivamente globale, attraverso molteplici giurisdizioni e mercati, a nulla rilevando le eventuali differenze tra i vari ordinamenti, trattandosi di un settore innovativo, per il quale trova applicazione il principio dell'autonomia privata e non sussistono particolari limiti legislativi nei vari ordinamenti. Sotto il secondo profilo, invece, la portata globale del fenomeno si situa nella natura propriamente transnazionale e globale delle prassi e delle discipline emerse per effetto dei comportamenti tenuti dagli attori

¹³⁴ Sul punto, v. nello specifico *infra* Capitolo III, § 3 e Capitolo V, § 2.

¹³⁵ Cfr. in particolare UN Global Compact, PRI, PSI, PRB, PPFi citati *supra* § 3.

¹³⁶ Con riferimento al mercato del debito sostenibile v. Capitolo V.

economici, le quali non appartengono di per sé all'ordinamento internazionale, essendo estranee al quadro tipico delle sue fonti, né sono riducibili a mera espressione del diritto privato e dell'autonomia privata; ciò tenuto conto: da un lato, della portata eminentemente normativa di tale insieme di regole, che hanno la funzione di orientare ovvero disciplinare, ancorché su base volontaria, la condotta della generalità dei partecipanti al mercato¹³⁷; dall'altro lato, del fatto che il fenomeno giuridico della Finanza sostenibile coinvolge, quali attori economici, tanto i soggetti pubblici, quanto gli attori privati, che si trovano sovente ad applicare le medesime regole e condividere le medesime prassi¹³⁸.

La ricostruzione della Finanza sostenibile quale fenomeno economico e giuridico globale implica necessariamente la sua rilevanza dal punto di vista del diritto internazionale, segnatamente del diritto internazionale dell'economia, quale ramo specifico del diritto internazionale pubblico che disciplina i rapporti tra Stati in ambito economico¹³⁹. Infatti, come fenomeno economico globale, rientra a pieno titolo tra le fattispecie di cui si occupa il diritto internazionale dell'economia, segnatamente nella misura in cui gli Stati decidano di assumere specifiche iniziative al riguardo, vuoi *uti universi*, coordinandosi a livello di *governance* economica, vuoi *uti singuli*, emanando apposite normative interne. Come fenomeno giuridico nel senso sopra precisato, rappresenta il contesto normativo rilevante per qualsivoglia considerazione riguardante la *governance* internazionale, regionale o nazionale del settore.

Al fine di procedere con lo sforzo di inquadramento sistematico del fenomeno in esame entro il perimetro dell'ordinamento internazionale, occorre soffermarsi preliminarmente sulla sua rilevanza entro il processo di riforma del sistema finanziario avviato a livello internazionale nel solco dello Sviluppo sostenibile e dell'Agenda 2030.

§ 6. La Finanza sostenibile come processo di riforma informale e ibrido del sistema finanziario internazionale.

Come sopra ricordato, il termine Finanza sostenibile identifica, altresì, un vero e proprio processo di riforma dell'intero sistema finanziario, che si sta dispiegando in maniera

¹³⁷ Sul punto, v. la Parte Terza del presente lavoro, in particolare Capitolo V.

¹³⁸ Come avviene per gli strumenti di debito sostenibile, che sono emessi anche da Banche multilaterali di sviluppo (v. *infra* Capitolo III, § 3) enti subnazionali (v. *infra* Capitolo III, § 4) e Stati sovrani (v. *infra* Capitolo III, § 11)

¹³⁹ Sul punto, v. *infra* § 8.

informale e ibrida sul piano internazionale. L'esame delle iniziative assunte sul punto a livello di *governance* economica internazionale, segnatamente dei documenti e degli atti di Stati e Organizzazioni internazionali citati *supra* § 3, conferma, infatti, l'esistenza di un chiaro obiettivo di riforma che gli Stati stanno perseguendo *uti universi* attraverso il coordinamento e la programmazione politica internazionale, nel quadro di un percorso o processo organico e unitario, ancorché frammentato in molteplici iniziative. Tale conclusione è supportata dalle seguenti considerazioni.

In primo luogo, l'obiettivo di riformare il sistema finanziario internazionale per renderlo funzionale alle esigenze dello Sviluppo sostenibile si ricava espressamente dall'esame di una molteplicità di atti internazionali¹⁴⁰. In via generale, l'Agenda 2030 e l'Accordo di Parigi impegnano gli Stati ad attuare tali tipologie di riforme nel più ampio contesto dello Sviluppo sostenibile: l'Agenda 2030 specifica quali sono gli obiettivi di Sviluppo sostenibile da raggiungere e promuove una vera e propria trasformazione dell'economia internazionale, che include il settore finanziario e che deve essere condotta nello "spirito di *global partnership* per lo Sviluppo sostenibile" e attraverso i "*means of implementation*" enfatizzati nell'Agenda quale diciassettesimo SDG; l'Accordo di Parigi, invece, obbliga gli Stati parte, ancorché con più specifico riferimento alla dimensione climatica dello Sviluppo sostenibile, a "*rendere i flussi finanziari coerenti*" con lo Sviluppo sostenibile, imponendo, quindi, agli Stati di riformare progressivamente il settore¹⁴¹.

In via più specifica, i documenti programmatici delle Nazioni Unite (segnatamente dell'UNEP) sopra citati, tra cui la *Roadmap for a sustainable financial system* dell'UNEP e della Banca Mondiale¹⁴², e le iniziative degli Stati del G20, tra cui spiccano le dichiarazioni del 2016 e del 2021 e la "*Roadmap for Sustainable Finance*" del 2021¹⁴³, identificano precisi obiettivi di riforma del sistema finanziario internazionale, indicando, altresì, quali sono i principi da seguire per realizzare siffatti obiettivi e quali sono le possibili azioni

¹⁴⁰ Del resto, come visto, il concetto stesso di Sviluppo sostenibile è definibile come "processo di riforma", secondo la definizione offerta dal Rapporto Brundtland sopra citata (v. *supra* Capitolo I, § 3) che trova piena conferma nella natura programmatica ed intrinsecamente evolutiva dello Sviluppo sostenibile come principio dell'ordinamento internazionale (v. *supra* Capitolo I, § 5) ed effettivo riscontro nella prassi internazionale degli Stati, che in tale direzione stanno agendo in sede di cooperazione internazionale e di definizione delle politiche nazionali di sviluppo.

¹⁴¹ V. *supra* rispettivamente Capitolo I, § 4 e Capitolo II, § 3.

¹⁴² Cfr. UNEP, WORLD BANK, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, cit. Cfr. anche UNEP, *The financial system we need. Aligning the financial system with sustainable development*, cit.; ID., *The financial system we need. From momentum to transformation*, cit.; ID., *Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*, cit.; e in generale i documenti citati *supra* § 3.

¹⁴³ Cfr. G20, *2016 Hangzhou Leaders' Communiqué*, cit. e G20, *Rome Leaders Declaration, 2021* cit.; G20, *Roadmap for Sustainable Finance*, cit.; v. *supra* § 3.

politiche da attuare a tal fine a livello nazionale, così come a livello internazionale e regionale.

La posizione di siffatto obiettivo a livello di *governance* economica internazionale trova, poi, riscontro nella prassi internazionale di Stati e Organizzazioni internazionali. Come visto, da un lato, numerosi Stati hanno attuato o comunque intrapreso riforme funzionali a tale obiettivo, che si sostanziano nell’emanazione di atti normativi vuoi di *soft-law*, vuoi di *hard-law*¹⁴⁴; dall’altro lato, molteplici Organizzazioni internazionali stanno attivamente supportando la Finanza sostenibile, promuovendo il confronto tra tutte le parti interessate e pubblicando a tal fine analisi, proposte, raccomandazioni e linee-guida¹⁴⁵.

In secondo luogo, il conseguente percorso di riforma intrapreso risulta a tutti gli effetti guidato da principi condivisi, tra cui quello di *global partnership* di cui al SDG 17 e consiste in iniziative politiche conformi e coerenti. Come già discusso, infatti, si rinviene un ampio coinvolgimento del settore privato a tutti i livelli di *governance* internazionale, regionale e nazionale, che ha determinato, proprio a partire dal 2015, la moltiplicazione di iniziative normative volte a disciplinare vari aspetti della Finanza sostenibile o a coordinare i necessari interventi regolatori, sia da parte di regolatori transnazionali privati (cfr. ICMA e CBI con riferimento agli strumenti di debito sostenibile), sia da parte di Organizzazioni internazionali tramite *public-private partnership* col settore privato (cfr. UN Global Compact, PRI, PRB, PSI, PPF, SBFN), sia, ancora, da parte di una pluralità di soggetti pubblici, come Stati, Organizzazioni internazionali, Banche centrali e regolatori finanziari (cfr. SSE, NGFS, IPSF). Di conseguenza, dal punto di vista strutturale e procedurale, il percorso di riforma intrapreso si sta svolgendo attraverso una stretta collaborazione tra tutti i soggetti e gli attori coinvolti, coerentemente con lo spirito di *global partnership* per lo Sviluppo sostenibile proposto dall’Agenda 2030.

Con riferimento all’Addis Ababa Action Agenda, inoltre, vengono in rilievo i seguenti impegni assunti dagli Stati: “*We will develop policies and, where appropriate, strengthen regulatory frameworks to better align private sector incentives with public goals, including incentivizing the private sector to adopt sustainable practices, and foster long-term quality investment. Public policy is needed to create the enabling environment at all levels and a regulatory framework necessary to encourage entrepreneurship and a vibrant domestic business sector. Monterrey tasked us to build transparent, stable and predictable investment climates, with proper contract enforcement and respect for property rights, embedded in*

¹⁴⁴ V. *supra* § 4.

¹⁴⁵ V. *supra* § 3.

*sound macroeconomic policies and institutions. (...) We will continue to promote and create enabling domestic and international conditions for inclusive and sustainable private sector investment, with transparent and stable rules and standards and free and fair competition, conducive to achieving national development policies. (...) We will promote sustainable corporate practices, including integrating environmental, social and governance factors into company reporting as appropriate, with countries deciding on the appropriate balance of voluntary and mandatory rules. We encourage businesses to adopt principles for responsible business and investing, and we support the work of the Global Compact in this regard. We will work towards harmonizing the various initiatives on sustainable business and financing, identifying gaps, including in relation to gender equality, and strengthening the mechanisms and incentives for compliance*¹⁴⁶. Tali impegni sono funzionali a coordinare i necessari interventi regolatori nazionali e stabiliscono principi-guida comuni.

Quanto sopra esposto consente, dunque, di qualificare la Finanza sostenibile come processo di riforma del sistema finanziario internazionale caratterizzato da elementi di “informalità” e “ibridazione”. Tali attributi, che rispecchiano cambiamenti che interessano, in generale, le forme della *governance* e del *law-making* internazionale sopra analizzati, sono conseguenza dell’approccio pluralista riconducibile al diciassettesimo SDG¹⁴⁷.

Dal punto di vista giuridico internazionale¹⁴⁸, sono stati definiti come “informali”, nell’ambito del progetto sull’*informal international law-making* condotto da PAUWELYN, WESSEL e WOUTERS, quei processi di *law-making* internazionale che non seguono gli schemi tradizionali del diritto internazionale, vale a dire la consuetudine, i trattati e le decisioni delle Organizzazioni internazionali, distinguendosi da essi per la mancanza delle forme richieste sotto il profilo (i) delle fonti del diritto, (ii) delle procedure seguite e/o (iii) degli attori coinvolti¹⁴⁹. Tali processi, pur collocandosi formalmente al di fuori del perimetro

¹⁴⁶ Cfr. Addis Ababa Action Agenda, punti 36 e 37.

¹⁴⁷ V. *supra* Capitolo I, § 6.

¹⁴⁸ Cfr. in particolare: A. BOYLE, C. CHINKIN, *The Making of International Law*, cit.; J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS (eds.), *Informal International Lawmaking*, cit. Sul punto, giova precisare che gli Autori che hanno studiato il fenomeno dell’*international informal law-making* considerano come tali solo le forme di *law-making* che coinvolgono esclusivamente soggetti pubblici (Stati, Organizzazioni internazionali, autorità indipendenti e regolatori nazionali e altri) con l’espressa esclusione delle forme ibride e privatistiche. Queste ultime saranno prese in considerazione attraverso la categoria dell’ibridazione di cui *infra*.

¹⁴⁹ Cfr. J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS, *An Introduction to Informal International Lawmaking*, in ID. (eds.), *Informal International Lawmaking*, pp. 2-3, secondo cui “*We argue that [informal international lawmaking] is informal in the sense that it dispenses with certain formalities traditionally linked to international law. These formalities may have to do with output, process, or the actors involved*”, con la precisazione che “*Firstly, in terms of output, international cooperation may be ‘informal’ in the sense that it does not lead to a formal treaty or any other traditional source of international law, but rather to a normative output that is not part of the traditional sources of either domestic or international law. Secondly, in terms of process, international cooperation may be ‘informal’ in the sense that it occurs in a loosely organized network*

dell'ordinamento internazionale, appartengono materialmente a tale ramo del diritto, in quanto si sostanziano in attività di produzione normativa o di *policy-making* posta in essere da Stati, Organizzazioni internazionali e pubbliche autorità in sede di cooperazione internazionale e che coinvolgono almeno due giurisdizioni, per la realizzazione di interessi e obiettivi internazionalmente rilevanti¹⁵⁰.

Con riferimento al processo di riforma sopra descritto, l'informalità si coglie, innanzitutto, in relazione alla natura degli atti normativi che da esso scaturiscono, che si concretizzano in documenti programmatici, *roadmap*, dichiarazioni, raccomandazioni, linee-guida aventi efficacia giuridica non vincolante o in forme di coordinamento politico caratterizzate da maggiore informalità. Anche il processo con cui tale riforme sono elaborate, proposte e attuate si contraddistingue per l'assenza delle forme tradizionali; infatti, la cooperazione internazionale in materia di Finanza sostenibile si sta dispiegando attraverso una "rete" composta da una pluralità di Organizzazioni internazionali (cfr. UNEP, WB, IFC, OCSE, IOSCO), Stati e regolatori pubblici, nonché tramite enti, coalizioni, *network*, *partnership* e *forum* che non necessariamente hanno una propria soggettività giuridica, né si svolgono nel rispetto di procedure predeterminate (cfr. UN Global Compact, UNEP FI, PRI, SSE, NFGS, SBFN, IPFS)¹⁵¹. Infine, l'informalità riguarda anche il profilo soggettivo, in quanto partecipano al processo di riforma in atto non solo i tradizionali attori internazionali (Stati e Organizzazioni internazionali)¹⁵², ma anche diverse categorie di attori pubblici (Banche centrali, ministeri dell'economia e dell'ambiente, regolatori finanziari, autorità indipendenti, reti transnazionali di regolatori)¹⁵³, nonché privati (organizzazioni non governative, imprese, associazioni e coalizioni di imprese, *standard-setter* e regolatori

or forum rather than a traditional treaty-based IO (...) Thirdly, in terms of actors involved, international cooperation may be informal in the sense that it does not engage traditional diplomatic actors (such as heads of State, foreign ministers, or embassies) but rather other ministries, domestic regulators, independent or semi-independent agencies (such as food safety authorities or central banks), sub-federal entities (such as provinces or municipalities), or the legislative or judicial branch". Più analiticamente cfr. J. PAUWELYN, *Informal International Lawmaking: Framing the Concept and Research Questions*, in J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS (eds.), *Informal International Lawmaking*, cit. pp. 15 ss.

¹⁵⁰ Cfr. J. PAUWELYN, *Informal International Lawmaking: Framing the Concept and Research Questions*, cit., pp. 19 ss.

¹⁵¹ V. *supra* § 10.

¹⁵² In merito a tale osservazione, con riferimento in generale ai processi di *law-making* internazionale, cfr. J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS, *An Introduction to Informal International Lawmaking*, cit., p. 19 ss.

¹⁵³ Sul ruolo svolto da tali tipologie di soggetti pubblici nel *law-making* internazionale cfr., in generale, J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS, *The Exercise of Public Authority through Informal International Law-Making: an Accountability Issue?*, in *Jean Monnet Working Paper*, 06(11), 2011; nonché i contributi contenuti in J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS (eds.), *Informal International Lawmaking*, cit. e in particolare: J. PAUWELYN, *Informal International Lawmaking: Framing the Concept and Research Questions*; A. BERMAN, R.A. WESSEL, *The International Legal Form and Status of Informal International Lawmaking Bodies: Consequences for Accountability*; e L. CASINI, *Domestic Public Authorities within Global Networks: Institutional and Procedural Design, Accountability, and Review*.

transnazionali privati)¹⁵⁴ e ibridi (costituiti tramite *public-private partnership*)¹⁵⁵, che dialogano e si coordinano tra loro per la realizzazione di obiettivi di riforma comuni e condivisi.

Dalla pluralità dei soggetti e attori coinvolti e delle fonti rilevanti si evince il carattere “ibrido” del processo di riforma in esame. Nella dottrina internazionalista¹⁵⁶, la categoria dell’ibridazione (“*hybridity*”) si utilizza, in termini descrittivi, per indicare la coesistenza di molteplici strutture giuridiche che governano un determinato fenomeno transfrontaliero, quale risultato dell’interazione normativa tra soggetti pubblici e attori privati¹⁵⁷. Ciò, naturalmente, identifica un aspetto problematico nel quadro dell’ordinamento internazionale, in cui, da un lato, la distinzione tra pubblico e privato ha natura fondamentale – dal momento che solo taluni attori pubblici, come Stati e Organizzazioni internazionali, sono considerati soggetti del diritto e solo le fonti normative riconducibili a tali soggetti, come la consuetudine, il trattato e gli atti delle Organizzazioni internazionali sono considerate fonti del diritto, con l’espressa esclusione di tutti gli attori e le fonti normative private – ma, dall’altro lato, la collaborazione tra pubblico e privato per lo Sviluppo sostenibile costituisce uno dei 17 SDGs e risulta in maniera inequivoca dall’analisi delle varie iniziative di rilevanza internazionale assunte su tale punto¹⁵⁸.

¹⁵⁴ Sul ruolo svolto dagli attori privati nel *law-making* internazionale cfr., in generale, S. HARM, *Private Regulators in Law*, in J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS, *An Introduction to Informal International Lawmaking*, cit.

¹⁵⁵ Sul ruolo svolto dai soggetti ibridi nel *law-making* internazionale cfr., in generale: M. SCHÄFERHOFF, S. CAMPE, C. KAAAN, *Transnational public-private partnerships in international relations: Making sense of concepts, research frameworks, and results*, in *International Studies Review*, 11(3), 2009, pp. 451–474; M. BEISHEIM, S. CAMPE, M. SCHÄFERHOFF, *Global governance through public-private partnerships*, in H. ENDERLEIN, S. WÄLTI, M. ZÜRN, (eds.) *Handbook on multi-level governance*, Cheltenham, 2010; T.A. BÖRZEL, T. RISSE, *Public-Private Partnerships: Effective and Legitimate Tools of Transnational Governance?*, in E. GRANDE, L.W. PAULY, *Complex Sovereignty: Reconstituting Political Authority in the Twenty-First Century*, Toronto, 2017, pp. 195-216.

¹⁵⁶ Cfr. D.M. TRUBEK, M.P. COTTRELL, M. NANCE, ‘Soft Law’, ‘Hard Law’, and European Integration: Toward a Theory of Hybridity, in *University of Wisconsin Legal Studies Research Paper*, 1002, 2005; V. HEYVAERT, *Hybrid Norms in International Law*, in *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, 6, 2009; P.S. BERMAN, *Towards a Jurisprudence of Hybridity*, in *Utah Law Review*, 11, 2010; P.S. BERMAN, *Global Legal Pluralism: A Jurisprudence of Law Beyond Borders*, Cambridge, 2012; P. JURČYS, P.F. KJAER, R. YATSUNAMI (eds.), *Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere*, Leiden-Boston, 2012; P. ZUMBANSEN, *Law and Legal Pluralism: Hybridity in Transnational Governance*, in P. JURČYS, P.F. KJAER, R. YATSUNAMI (eds.), *Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere*, cit., pp. 49-70; S. LEKKAS (2021) *The Hybridity of International Lawmaking: Impressions and Afterthoughts from the ESIL 2021 Stockholm Conference*, in *European Journal of International Law*, 32(4), 2021, pp. 1353-1359.

¹⁵⁷ Cfr. in particolare S. PARK, *Investors as regulators*, cit., 2018, secondo cui “Drawing on international law and global governance scholarship, hybridity is both descriptive and aspirational. It describes the multiple distinct, coexisting legal and quasi-legal structures that govern any given legal phenomenon. It also suggests ways to optimize the interactions between nonhierarchical, pluralistic legal systems. In their idealized forms, public regulation and private governance regimes engage in a mutually interdependent and sustaining relationship”.

¹⁵⁸ V. al riguardo le considerazioni generali svolte *supra* Capitolo I, § 6.

Con riferimento Finanza sostenibile, il carattere ibrido che connota tale settore e il relativo processo di riforma è autoevidente, in quanto risulta espressamente sia da dichiarazioni ascrivibili agli Stati in sede di cooperazione internazionale (cfr. Agenda 2030 e Dichiarazioni del G20) e da documenti programmatici elaborati in sede di *governance* economica internazionale (cfr. “*Roadmap for a sustainable financial system*” dell’UNEP e della Banca mondiale e “*Roadmap for Sustainable Finance*” del G20 2021), sia dall’analisi degli atti normativi rilevanti, molti dei quali sono emessi da soggetti privati (come nel caso dei *green bond* e degli altri strumenti di debito sostenibile) oppure da soggetti pubblici in collaborazione col settore privato (cfr. UN Global Compact, PRI, PRB, PSI, PPIF). Informalità ed ibridazione sembrano, dunque, emergere come tratti caratterizzanti le forme di *law-making* e *governance* internazionale per lo Sviluppo e la Finanza sostenibile.

§ 7. Diritto e *governance* della Finanza sostenibile tra diritto internazionale pubblico, diritto transnazionale privato e diritto interno.

Sulla base delle premesse sopra svolte, è possibile ricostruire la struttura di *governance* internazionale, informale e ibrida che caratterizza della Finanza sostenibile analizzando i vari soggetti e attori che vi partecipano. Nello specifico, questi includono:

(i) Stati e Vertici economici intergovernativi – segnatamente il G20¹⁵⁹ – che rimangono i depositari delle scelte di politica economica;

(ii) Organizzazioni internazionali – segnatamente le Nazioni Unite, in particolare tramite l’UNEP, i PRI e la SSE, nonché la Banca Mondiale e l’International Financial Corporation (IFC), l’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OECD), l’Unione Europea¹⁶⁰ – che agiscono sulla base dei propri mandati;

¹⁵⁹ Sulla centralità del ruolo assunto dal G20 nella direzione e coordinazione politica internazionale in materia di Finanza sostenibile v. *supra* § 3 con specifico riferimento ai Vertici del 2016 e del 2021. Cfr. in particolare G20, *2016 Hangzhou Leaders’ Communiqué*, cit. punto 21 e G20, *Rome Leaders’ Declaration*, cit., in particolare punti 30 e 31; cfr. anche G20, *Operational Guidelines for Sustainable Financing*, 2017, nonché i *report* dei vari *study group* in materia di Finanza sostenibile: G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report 2016*, cit.; G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report 2017*, cit.; G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2018*, cit.; G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, *Background Paper. Developing Sustainable Debt Products for Long-term Institutional Investors*, 2018; G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2021*, 2021; G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2022*, cit.

¹⁶⁰ V. *supra* § 3 e § 4.

(iii) comitati internazionali o reti transnazionali di regolatori, più o meno istituzionalizzate, di natura non solo pubblica, ma anche ibrida – segnatamente l’International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il Sustainable Banking and Financial Network (SBFN), il Network for Greening the Banking System (NGFS), l’ASEAN Capital Markets Forum (ACMF), l’International Platform of Sustainable Finance (IPFS) e la stessa Sustainable Stock Exchange Initiative (SSE);

(iv) regolatori transnazionali privati – segnatamente l’International Capital Market Association (ICMA) e la Climate Bonds Initiative (CBI) per i *bond* sostenibili, nonché la Loan Market Association (LMA), la Loan Syndications and Trading Association (LSTA) e l’Asia Pacific Loan Market Association (APLMA) per i *loans* sostenibili e l’International Standard Organization (ISO) per entrambi – che agiscono come *standard-setter* in settori rilevanti per i mercati finanziari internazionali;

(v) regolatori finanziari nazionali, intesi come autorità indipendenti di regolamentazione e supervisione finanziaria, incluse le banche centrali e le autorità di regolamentazione e gestione dei mercati regolamentati¹⁶¹;

(vi) coalizioni di attori, pubblici e/o privati, impegnati nel promuovere la Finanza sostenibile ad ogni livello – segnatamente UNEP FI e PRI.

Dall’incontro tra iniziative internazionali, regionali, nazionali e transnazionali private sta emergendo un vero e proprio “diritto della Finanza sostenibile”, inteso quale insieme di principi, norme e prassi, provenienti da fonti diverse, che disciplinano le varie fattispecie di Finanza sostenibile a livello internazionale, regionale, nazionale e transnazionale privato, prevalentemente su base volontaria. Tale diritto presenta caratteristiche innovative e peculiari, che sono conseguenza diretta: da un lato, della natura propriamente globale del fenomeno economico e giuridico della Finanza sostenibile, in quanto dotato di specifiche discipline *market-based* ovvero di *standard* internazionali privati di settore; dall’altro lato, del carattere informale e ibrido del relativo processo di riforma che si sta dispiegando a livello internazionale e che informa l’attività normativa di Stati e regolatori pubblici. Nello specifico, vengono in rilievo tre particolari attributi: la pluralità delle fonti; l’efficacia prettamente volontaria dei relativi atti; la rilevanza giuridica internazionale degli interessi e dei beni giuridici tutelati.

¹⁶¹ Tali categorie di soggetti esercitano poteri regolatori sia sul piano interno, sia sul piano internazionale, coordinandosi in maniera istituzionalizzata ovvero informale, come indicato nel precedente punto (iii).

Per quanto riguarda gli atti normativi, si è già avuto modo di sottolineare, a più riprese, come lo stesso sia il risultato dell'intersezione e della convergenza di fonti di natura diversa, e precisamente di:

(i) fonti internazionali, tra cui la consuetudine (cfr. principio dello Sviluppo sostenibile e principi di diritto internazionale dell'economia), i trattati (cfr. Accordo di Parigi) e la *soft-law* in materia di Sviluppo sostenibile (cfr. Agenda 2030), che si applica agli Stati nell'esercizio della sovranità territoriale e in sede di cooperazione internazionale, e altri atti non vincolanti destinati a 'regolare', su base volontaria, il comportamento dei vari attori economici (cfr. raccomandazioni, linee-guida e principi internazionali elaborati da gruppi di Stati, gruppi di esperti nominati da Stati, Organizzazioni internazionali o reti internazionali o transnazionali di regolatori, anche in collaborazione col settore privato¹⁶²);

(ii) fonti regionali, di *soft-law* come di *hard-law*;

(iii) fonti transnazionali private, che sono volontariamente applicabili da parte degli attori economici (cfr. il *Climate Bonds Standard*, nonché i *Principes* e le *Guidelines* dell'ICMA in tema di strumenti di debito sostenibile);

(iv) fonti interne, che includono tutte le regolamentazioni in materia riferibili agli Stati e alle relative autorità indipendenti di regolamentazione e che possono avere, a seconda dei casi, efficacia di *soft-law* o di *hard-law*.

Il pluralismo giuridico che contraddistingue il settore della Finanza sostenibile non consente di ricondurre tale complesso di norme né all'interno del diritto internazionale pubblico, né nell'ambito del solo diritto transnazionale o del diritto interno. Tuttavia, come sarà meglio argomentato *infra* § 8, è possibile ricomprendere l'insieme di norme, principi e prassi che compongono il diritto della Finanza sostenibile nell'*intersezione* tra diritto internazionale dell'economia, segnatamente il diritto internazionale della finanza, e il diritto internazionale in materia di Sviluppo sostenibile, tipicamente caratterizzato da atti di *soft-law* e atti atipici, risultanti dalle più volte menzionate *public-private* o *multistakeholder partnership*.

Per quanto riguarda, invece, l'efficacia degli atti normativi scaturenti da tali fonti, si ribadisce la natura tendenzialmente volontaria e non-obbligatoria che caratterizza l'intero settore; naturalmente, salvo diverse disposizioni nazionali applicabili. Mentre Organizzazioni internazionali, regolatori transnazionali privati e altri soggetti non possono

¹⁶² Cfr. in particolare: G20 Operational Guidelines for Sustainable Financing; Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures; UN Global Compact; PRI; PRB; PSI; GRI; Equator Principles, nonché la stessa Agenda 2030.

nella maggior parte dei casi che emanare atti aventi mera efficacia di *soft-law*, Stati e regolatori pubblici possono scegliere se emanare atti aventi efficacia giuridica vincolante oppure atti ad applicazione meramente volontaria. Al riguardo, si evidenziano diverse strategie regolatorie. Con riferimento al mercato degli strumenti di debito sostenibile, ad esempio, si osservano una pluralità di approcci¹⁶³: (i) taluni regolatori transnazionali privati, come l'ICMA e la CBI, hanno introdotto, rispettivamente, uno *standard* di mercato e uno schema di certificazione; (ii) i Governi centrali hanno per lo più emanato linee-guida e in generale atti non vincolanti usando come modello di riferimento, in particolare, gli *standard* dell'ICMA; (iii) molte autorità di regolamentazione del mercato hanno, invece, introdotto requisiti per il *listing* di tali strumenti, introducendo specifiche procedure, imponendo l'applicazione di determinati *standard* (segnatamente gli *standard* ICMA o altri *standard* di fonte nazionale o regionale) e, nella maggior parte dei casi, la sottoposizione a determinati controlli di *compliance* svolti da terze parti private indipendenti e specializzate; (iv) nell'Unione Europea, la proposta dell'*European Green Bond* si configura come schema di certificazione internazionale, ad applicazione volontaria, ma vincolante, in quanto istituisce un sistema sanzionatorio per gli enti emittenti o i terzi verificatori che dovessero risultare inadempienti rispetto agli obblighi stabiliti nel Regolamento, allorché si tratti di strumenti finanziari recanti la specifica denominazione di "*European Green Bond*". L'esempio evidenzia come un elemento centrale dell'intero settore è il diverso grado di *enforcement* di cui godono le varie norme che disciplinano fattispecie di Finanza sostenibile all'interno delle varie giurisdizioni¹⁶⁴.

Gli *standard* privati e la *soft-law* si sono rivelate fondamentali per introdurre nel mercato nuove e specifiche discipline per regolare nuovi e specifici strumenti e servizi. I meccanismi di mercato hanno incoraggiato la spontanea applicazione da parte della maggior parte degli attori economici. Tuttavia, al fine di consolidare la regolamentazione non vincolante del settore in vero e proprio diritto, è necessario che Stati e regolatori finanziari promuovano l'armonizzazione delle varie discipline, introducano specifici obblighi al riguardo e istituiscano efficaci sistemi di supervisione e controllo¹⁶⁵.

La strada verso tale processo di *enforcement* degli *standard* privati e della *soft-law* si presenta, all'evidenza, come pieno di ostacoli, ma rappresenta, altresì, un inevitabile obiettivo politico da raggiungere a livello internazionale, per prevenire e reprimere le

¹⁶³ V. Parte Seconda e Terza.

¹⁶⁴ Sul punto, v. *infra* Capitolo VI.

¹⁶⁵ Cfr. al riguardo le dichiarazioni contenute nell'Addis Ababa Action Agenda riportate *supra* § 6.

condotte devianti e abusive, a tutela dello Sviluppo sostenibile come bene pubblico globale. Mentre lo sviluppo del settore dovrebbe portare, fisiologicamente, ad una sempre crescente standardizzazione internazionale delle varie discipline, l'efficacia giuridica che queste ultime avranno all'interno delle varie giurisdizioni dipenderà giocoforza dalle iniziative normative di Stati e regolatori finanziari, che, con le loro scelte, potranno uniformare ovvero frammentare il settore soprattutto sotto il profilo della *compliance* regolatoria e dell'*enforcement*. Sul punto, si rammentano gli impegni sopra enunciati assunti dagli Stati nell'ambito dell'Addis Ababa Action Agenda, tra cui assumono rilevanza, nel contesto in esame, quello secondo cui “*We will work towards harmonizing the various initiatives on sustainable business and financing, identifying gaps, (...) and strengthening the mechanisms and incentives for compliance*”¹⁶⁶.

§ 8. La Finanza sostenibile come settore emergente del diritto internazionale dell'economia e, nello specifico, del diritto internazionale della finanza.

Prima di procedere con lo sforzo di inquadrare la Finanza sostenibile nel diritto internazionale, a cui è dedicato il presente paragrafo, occorre svolgere alcune necessarie premesse in ordine al diritto internazionale dell'economia e al sistema di regolamentazione e *governance* internazionale dei mercati finanziari.

Com'è noto, in dottrina esistono diversi modi di concepire il diritto internazionale dell'economia, quale insieme di norme e principi che disciplina i “rapporti economici internazionali”¹⁶⁷. Esistono, infatti, vari modi di intendere il suo oggetto, soprattutto con riferimento al significato dell'aggettivo “internazionale” utilizzato per individuare quali

¹⁶⁶ Cfr. Addis Ababa Action Agenda, cit., punto 37.

¹⁶⁷ Prendendo spunto dall'analisi svolta da PICONE (P. PICONE P., *Diritto internazionale dell'economia e costituzione economica dell'ordinamento internazionale*, in P. PICONE, G. SACERDOTI, *Diritto internazionale dell'economia*, Milano, 1982, pp. 32 ss.) si ritiene valido descrivere i diversi approcci teorico-ricostruttivi nei confronti della materia a partire dalla definizione del suo oggetto, vale a dire i ‘rapporti economici internazionali’, da ritenersi comune e universale, per poi soffermarsi in particolare sull'interpretazione dell'elemento dell'“internazionalità” che qualifica i rapporti economici presi in considerazione da tale ramo del diritto: mentre una parte della dottrina interpreta tale elemento secondo un criterio soggettivo, riferendolo ai rapporti che riguardano i soggetti dell'ordinamento internazionale, altra parte della dottrina lo interpreta secondo un criterio oggettivo, riferendolo, invece, a tutti i rapporti economici transfrontalieri, che coinvolgono almeno due giurisdizioni.

rappporti economici – nel senso di rapporti monetari, finanziari e commerciali¹⁶⁸ – sono presi in considerazione da tale ramo del diritto.

Secondo una concezione più ampia del diritto internazionale dell'economia, esposta tra gli altri da HERDEGEN, PETERSMANN, JACKSON e altri¹⁶⁹, sono considerati “internazionali” nel senso sopra precisato tutti i rapporti economici “transfrontalieri”, vale a dire sia i rapporti “internazionali in senso proprio”, che coinvolgono gli Stati e le Organizzazioni internazionali quali soggetti dell'ordinamento internazionale pubblico, sia i rapporti “transnazionali”, che riguardano, invece, gli attori non statali¹⁷⁰.

¹⁶⁸ A completamento delle considerazioni svolte nella nota precedente, non sembrano esserci particolari differenze in merito alle tipologie di rapporti economici oggetto del diritto internazionale dell'economia, comunque interpretato.

¹⁶⁹ Cfr. M. HERDEGEN, *Principles of International Economic Law*, Oxford, 2016; ID., *International Economic Law*, in R. WOLFRUM (eds.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, cit.; PETERSMANN, *International Economic Theory and International Economic Law - On the need of a legal theory of international economic order*, in J. Macdonald, D.M. Johnston (eds.), *The Structure and Process of International Law*, Leiden, 1983, pp. 227-261; E.U. PETERSMANN, *The Future of International Economic Law: A Research Agenda*, in C. JOERGES, E.U. PETERSMANN (eds.), *Constitutionalism, Multilevel Trade Governance and International Economic Law*, 2011, pp. 533-575; E.U. PETERSMANN, *International Economic law in the 21st Century. Constitutional Pluralism and Multilevel Governance of Interdependent Public Goods*, Oxford, 2012; J.H. JACKSON, D.J. WILLIAM, *Legal Problems of International Economic Relations: Cases Materials and Text on the National and International Regulation of Transnational Economic Relations*, St. Paul, 1986; D. COLLINS, *Foundations of International Economic Law*, Leiden, 2019; H. ASCENSIO, *Droit international économique*, Paris 2018. Similmente, ma con un taglio interpretativo peculiare, J.P. TRACHTMAN, *The International Economic Law Revolution*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 17(1), 1996, pp. 35-37, secondo cui “the very term “international law” must be revisited and reevaluated, as the system of law that governs international relations has both states and individuals as its subjects and objects. Increasingly, “international law” is taken to mean “transnational law” (..) to include in the scope of study private law and other municipal law that affects relations between different countries and their peoples (..) International economic law comprises a new or expanded set of legislative fields for international law to address. Indeed, international economic law is the leading engine for revising the domaine reserve of traditional public international law, the unquestioned margin of deference accorded the state. Perhaps most importantly, international economic law provides the functional basis for a new era of international constitutionalization. In this regard, traditional public international law serves as the default constitutional structure on which we build through constitution-like treaties. International economic goals motivate positive legislation of constitutional and legislative rules. (..) I refer to the opening of this new era of international legislation and constitutionalization as the “international economic law revolution”. This revolution allows us to see our world as a single system, both geographically and functionally. (..) This new era is revolutionary because it changes the underlying assumptions of international law regarding the domaine reserve; regarding the need for, possibilities for, and structure of international legislation; regarding the role of international adjudication; and regarding an international legal “constitution””.

¹⁷⁰ Cfr., tra gli altri, la definizione offerta da M. HERDEGEN, *Principles of International Economic Law*, cit., p. 3, secondo cui: “The notion ‘international Economic Law’ encompasses a complex architecture of rules governing international economic relations and transboundary economic conduct by States, international organizations, and private actors. The term essentially refers to the regulation of cross-border transactions in goods, services, and capital, monetary relations and the international protection of intellectual property”, con la conseguenza che: “A narrow concept of international economic law only refers to the segment of public international law directly governing economic relations between States or international organizations, focusing on world trade law, international investment law, and international monetary law. A broader understanding also reflects the role of private actors or hybrid entities administering public goods of major relevance to the international community, like ICANN (internet Corporation for Assigned Names and Numbers) and more adequately pays tribute to the interplay between international and domestic law in a transboundary economic context. This understanding of international economic law includes

Tale impostazione comporta una ricostruzione del diritto internazionale dell'economia come insieme di norme e principi di diversa provenienza formale¹⁷¹, derivanti, in particolare: dal (i) diritto internazionale pubblico, che regola i rapporti economici tra Stati e soggetti del diritto internazionale ovvero i rapporti "internazionali in senso proprio"; dal (ii) diritto internazionale privato e dal diritto interno, che disciplina autoritativamente taluni rapporti economici transfrontalieri; nonché dal (iii) diritto transnazionale privato (inclusa la *lex mercatoria*¹⁷²), che disciplina, su base volontaria, i rapporti economici transnazionali tra soggetti privati¹⁷³. Da ciò consegue che il diritto internazionale dell'economia non si esaurisce affatto nel diritto interazionale pubblico, pur essendo mutuato da esso, in quanto attribuisce piena rilevanza, all'interno dell'ordinamento economico internazionale, anche agli attori privati, ai rapporti privati transnazionali e alle fonti del diritto privatistiche¹⁷⁴.

Secondo un diverso approccio, di tipo internazional-pubblicistico, enunciato in particolare da PICONE, SACERDOTI, CARREAU, LOWENFELD, ZIEGLER e altri¹⁷⁵, l'oggetto del diritto internazionale dell'economia consisterebbe nei soli rapporti economici "internazionali in senso proprio", che riguardano gli Stati e gli altri soggetti del diritto internazionale, con l'esclusione, quanto meno in linea di principio, dei rapporti di rilevanza meramente transnazionale e privatistica¹⁷⁶. Secondo tale impostazione, di conseguenza, il

the norms of public international law addressing cross-border activities of private undertakings by international agreements as well as issues of jurisdiction of States and the hotly debated extraterritorial legislation". Analogamente cfr.: M. HERDEGEN, *International Economic Law*, in R. WOLFRUM (eds.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, cit.

¹⁷¹ Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., p. 33.

¹⁷² Sul punto, cfr., per una trattazione completa ed esaustiva della materia, F. MARRELLA, *La nuova lex mercatoria*, cit.

¹⁷³ Sul concetto di diritto transnazionale privato v. *supra* Capitolo I, § 6.

¹⁷⁴ Secondo PICONE, tale impostazione sottende un modo di rappresentare "il contesto nel quale si sviluppa il processo di internazionalizzazione dell'economia", dove "l'accento cade, in definitiva, sul dinamismo, all'interno del mercato mondiale, dei vari fattori di produzione e dei singoli operatori economici che ne sono portatori. Ciò spiega perché si ritenga possibile raggruppare e porre sullo stesso piano tutte le fonti legislative, quale che sia il loro ordinamento di provenienza, che regolano, direttamente o indirettamente, l'attività dei soggetti in questione", con la conseguenza che, da questo punto di vista "non fa infatti grande differenza, per fare un esempio, che la loro attività risulti disciplinata da norme che trovano la propria fonte in un accordo internazionale, in una legislazione statale resa applicabile al diritto internazionale privato di un determinato Stato, o in complessi di norme uniformi operanti a livello transnazionale.". Tale approccio viene qualificato dall'Autore come "microeconomico". Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., p. 34.

¹⁷⁵ Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit.; G. SACERDOTI, *Lineamenti di diritto internazionale dell'economia*, in P. PICONE, G. SACERDOTI (eds.), *Diritto internazionale dell'economia*, cit.; G. SCHWARZENBERGER, *The principles and standards of International Economic Law*, in *Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, Den Haag, 1966; D. CARREAU, P. JUILLIARD, *Droit international économique*, VI ed., Paris, 2017; I. SEIDL-HOHENVELDERN, *International Economic Law*, II ed., Boston, 1992; A.F. LOWENFELD, *International Economic Law*, II ed., Oxford, 2008; A.H. QURESHI, A.R. ZIEGLER, *International Economic Law*, III ed., London, 2011. Con riferimento specifico al diritto internazionale finanziario, cfr. C. GORTSOS, *Fundamentals of Public International Financial Law. International Banking law within the system of Public International Financial Law*, Baden-Baden, 2012.

¹⁷⁶ Sempre secondo PICONE, tale impostazione sottende un modo di rappresentare "il contesto nel quale si sviluppa il processo di internazionalizzazione dell'economia" dove "l'osservazione si concentra sulla realtà

diritto internazionale dell'economia non può che appartenere al diritto internazionale pubblico e dividerne le relative fonti¹⁷⁷; tuttavia, essendo dotato di caratteristiche peculiari ed essendo governato da principi specifici, costituisce a tutti gli effetti un ramo distinto e autonomo dell'ordinamento internazionale pubblico¹⁷⁸. Nella menzionata prospettiva, i soggetti e le fonti del diritto internazionale dell'economia coincidono con quelli del diritto internazionale pubblico: conseguentemente, da un lato, gli attori non statali assumono rilevanza giuridica propriamente internazionale solo se e in quanto destinatari di norme di diritto internazionale dell'economia (per effetto delle quali assumono una limitata soggettività giuridica internazionale¹⁷⁹) o in quanto partecipano alla *governance* economica internazionale o comunque influiscono, di fatto, sulle relazioni economiche internazionali nel senso anzidetto (dovendo quindi essere considerati, in tal caso, come meri attori delle relazioni economiche internazionali, privi di soggettività internazionale¹⁸⁰); dall'altro lato, le fonti private assumono rilevanza, quale oggetto di studio della materia, solo se e in quanto espressamente richiamate da norme di diritto internazionale pubblico dell'economia¹⁸¹.

La differenza teorica e pratica tra le due impostazioni qui brevemente riepilogate si coglie innanzitutto con riferimento alle “norme di riconoscimento” che le caratterizzano dal punto di vista strutturale, intendendo con ciò le regole che consentono di individuare i soggetti e le norme che appartengono al diritto internazionale dell'economia come ramo autonomo del diritto e di ricostruirlo in termini formalmente unitari¹⁸². Nel primo caso, il

*della divisione del mondo in una pluralità di Stati, e sui limiti che tale realtà frappone alla mobilità internazionale dei fattori di produzione, e ad ogni tentativo di unificazione del mercato mondiale. Il problema centrale diviene di conseguenza quello di analizzare quali siano, a livello delle relazioni tra Stati, e dell'ordinamento relativo, i principi di struttura o le norme in grado di influire sul processo di internazionalizzazione dell'economia". L'Autore definisce tale approccio di carattere "macroeconomico" o "internazionalpublicistico". Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., pp. 34-35.*

¹⁷⁷ Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., p. 34.

¹⁷⁸ Sul punto, cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., pp. 35 ss.

¹⁷⁹ Nell'ambito del diritto internazionale degli investimenti, ad esempio, il fatto che i trattati multilaterali o bilaterali di investimento conferiscano a talune imprese private il diritto di agire in sede arbitrale direttamente contro uno Stato, facendo valere le disposizione di cui al trattato applicabile, imporrebbe di considerare tali attori economici come veri e propri soggetti del diritto internazionale, la cui personalità giuridica internazionale è tuttavia limitata a specifici diritti, in forza del trattato in essere tra l'*host State* e l'*home State*.

¹⁸⁰ Il punto è pacifico e ampiamente condiviso in dottrina, anche tra i sostenitori della concezione più ampia del diritto internazionale dell'economia sopra esposta, che si mantengono fedeli alla distinzione dei vari 'protagonisti' delle relazioni economiche internazionali tra soggetti di diritto internazionale (Stati e Organizzazioni internazionali) e attori del diritto internazionale dell'economia (*forum* governativi informali, reti di agenzie e autorità governative, organizzazioni non-governative, imprese private e in genere gli attori non-statali). Cfr., tra gli altri, M. HERDEGEN, *Principles of International Economic Law*, cit., pp. 27 ss.

¹⁸¹ Nell'ambito della concezione internazional-publicistica del diritto internazionale dell'economia, il dibattito sul punto riguarda pressoché esclusivamente gli *standard* privati che penetrano nell'ordinamento economico internazionale in quanto richiamati da trattati, come ad esempio il *Technical Barriers to Trade Agreement* dell'Organizzazione Mondiale del Commercio, o comunque applicati dalle Organizzazioni internazionali nell'espletamento dei loro mandati. Sul punto, v. *infra* Capitolo V, § 5.

¹⁸² Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., pp. 34 ss.

riconoscimento deriva direttamente dalla determinazione dell'oggetto della materia come comprendente tutti i rapporti giuridici transfrontalieri in ambito economico, da cui consegue, automaticamente e per definizione, l'inclusione degli attori e delle fonti private all'interno dell'ordinamento giuridico-economico internazionale¹⁸³. Nel secondo caso, invece, il riconoscimento trova fondamento: innanzitutto, nei principi e nelle norme del diritto internazionale pubblico, da cui il diritto internazionale dell'economia, quale suo ramo distinto e autonomo, deve essere necessariamente e normativamente ricostruito; in secondo luogo, nei principi e nelle norme proprie dell'ordinamento giuridico-economico internazionale, che lo caratterizzano e distinguono dall'ordinamento internazionale pubblico¹⁸⁴.

Un'ulteriore, fondamentale differenza riguarda, poi, il grado di omogeneità e coerenza sistematica tra i principi e le norme di diritto internazionale dell'economia. Secondo la prima concezione, lo studio della materia ha ad oggetto principi e norme eterogenei tra loro dal punto di vista formale, sia per quanto riguarda le fonti del diritto (trattandosi di fonti internazionali, interne e transnazionali private), sia per quanto riguarda i destinatari delle norme (che sono i soggetti dell'ordinamento internazionale, così come gli attori economici internazionali). In tale prospettiva, il diritto internazionale dell'economia sembra configurarsi non tanto come ramo propriamente autonomo dell'ordinamento internazionale, quanto piuttosto come settore trasversale a (e frammentato in) una pluralità di ordinamenti e rami del diritto (in particolare il diritto internazionale pubblico, il diritto internazionale privato, il diritto interno e il diritto transnazionale)¹⁸⁵: questi ultimi, infatti, rimangono ciascuno caratterizzato da propri, peculiari principi di natura sistematica e le reciproche interazioni tra tali ordinamenti non risultano governate da comuni principi strutturali che consentano di integrare opportunamente tra loro, e quindi collocare all'interno di un rapporto

¹⁸³ Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., p. 32: "In questa prospettiva, l'unità della materia viene raggiunta a partire dal suo oggetto, definito in modo assai ampio, e l'internazionalità della medesima e in realtà solo espressione delle caratteristiche materiali della fattispecie e dei rapporti da essa regolati".

¹⁸⁴ Cfr. P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., p. 38: "L'accoglimento della concezione internazionale pubblicistica del diritto internazionale dell'economia implica, per la larga maggioranza della dottrina, che la descrizione della materia vada effettuata, in generale nei diversi settori in cui essa può essere suddivisa, partendo direttamente proprio dei complessi di norme (e solo dei complessi di norme) che derivino o risultino poste da fonti appartenenti in senso stretto al diritto internazionale pubblico".

¹⁸⁵ Cfr. al riguardo il commento espresso da SACERDOTI, secondo cui: "Questa eterogeneità delle fonti da considerare (...) rende problematico uno studio che si ponga nell'ottica del sistema, cioè delle relazioni tra norme, poiché quelle menzionate valgono in ordinamenti distinti ed hanno in parte per destinatari soggetti non solo diversi ma eterogeni" (Cfr. G. SACERDOTI, *Lineamenti*, cit., p. 118).

gerarchico, le norme appartenenti al diritto internazionale pubblico con le norme provenienti da altre fonti, in specie quelle di natura privata¹⁸⁶.

Nella seconda prospettiva, invece, l'ordinamento economico internazionale è ricostruito in maniera organica, unitaria e coerente come ramo autonomo dell'ordinamento internazionale pubblico, governato da principi e norme internazionali in senso proprio, e quindi formalmente omogenei, il quale, peraltro, ha come suo oggetto un fenomeno unitario anche sotto il profilo sostanziale, risultante dall'attività di coordinamento e direzione dei fenomeni economici internazionali espressa dal sistema degli Stati, ovvero dalla Società o Comunità internazionale¹⁸⁷.

Per tali ragioni, si ritiene di aderire a questa seconda impostazione, secondo cui il diritto internazionale dell'economia disciplina esclusivamente le relazioni tra Stati e gli altri soggetti dell'ordinamento internazionale in ambito economico, segnatamente in ambito monetario, finanziario e commerciale, il cui assetto definisce e determina, sulla base di consuetudini e trattati, il sistema economico internazionale ovvero la struttura, il funzionamento e il governo dell'economia internazionale. In detta prospettiva, dunque, il fatto che gli attori privati abbiano assunto un ruolo sempre più significativo nella *governance* economica internazionale per effetto dei processi di globalizzazione promossi dal sistema degli Stati non comporta, in mancanza di un'adeguata norma di riconoscimento di diritto internazionale pubblico, l'inclusione di detti attori e delle fonti privatistiche all'interno dell'ordinamento economico internazionale¹⁸⁸.

¹⁸⁶ Proprio per tale ragione, tra coloro che abbracciano la concezione più ampia del diritto internazionale dell'economia è oggetto di particolare attenzione la ricerca di una teoria giuridica che possa consentire di ricostruire in termini organici e unitari tale ramo dell'ordinamento attraverso un'integrazione di tipo "costituzionale" delle sue varie componenti, in particolare della componente internazionale pubblica con quella transnazionale privata, risultante da appositi principi giuridici e strutturali. Sul punto, cfr. in particolare E.U. PETERSMANN, *International Economic law in the 21st Century. Constitutional Pluralism and Multilevel Governance of Interdependent Public Goods*, 2012, cit.; ID., *Narrating 'international economic law': methodological pluralism and its constitutional limits*, in *Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht*, 74(4), 2014, pp. 763-819. Cfr. anche J.P. TRACHTMAN, *The International Economic Law Revolution*, cit.

¹⁸⁷ Anche in tale caso, si fanno proprie le considerazioni svolte da P. PICONE, *Diritto internazionale dell'economia*, cit., p. 33, secondo cui l'impostazione internazionale-pubblicistica non solo mostra di possedere "dal punto di vista formale un grado adeguato di omogeneità sistematica", ma consente, altresì, di "assumere soggetto di studio un fenomeno sociale complessivo anche materialmente unitario: e cioè il fenomeno costituito dall'insieme degli atti dei processi normativi internazionali che esprimono, ai diversi livelli e nei differenti settori delle relazioni economiche interstatuali, l'emergere e il consolidarsi, come può sinteticamente dirsi, di veri e propri momenti di direzione internazionale dell'economia". Similmente, tra gli altri, G. SACERDOTI, *Lineamenti*, cit.

¹⁸⁸ Proprio per tale ragione, specularmente a quanto avviene per gli esponenti della più ampia concezione del diritto internazionale dell'economia (cfr. *supra* nota 186), tra gli "internazionali-pubblicisti" è oggetto di particolare attenzione la ricerca di una eventuale norma di riconoscimento di diritto internazionale pubblico che possa consentire di attrarre nell'ordinamento giuridico-economico internazionale le fonti privatistiche, come ad esempio i molteplici *standard* volontari privati che popolano alcuni importanti settore dell'economia

Secondo tale concezione della materia, l'ordinamento economico internazionale si articola in diversi settori o aree, in base alla natura dei rapporti economici internazionali presi in considerazione, ciascuno dei quali è dotato di caratteristiche giuridiche peculiari. Più nello specifico, è possibile distinguere: (i) il "diritto internazionale monetario" (*international monetary law*), che disciplina le relazioni internazionali in ambito monetario ovvero il sistema monetario internazionale e si basa, principalmente, su norme consuetudinarie nonché sui trattati istitutivi di Organizzazioni internazionali economiche come il Fondo monetario internazionale, la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo e il gruppo della Banca mondiale, la Banca dei regolamenti internazionali; (ii) il "diritto internazionale della finanza" o "diritto internazionale finanziario" (*international financial law*), che disciplina le relazioni internazionali in materia di servizi e di mercati finanziari ovvero il sistema finanziario internazionale e si basa, principalmente, su atti di *soft-law* provenienti da varie categorie di soggetti e attori; (iii) il "diritto internazionale degli investimenti" (*international investment law*), che disciplina gli investimenti esteri diretti sulla base di specifici trattati di investimento, bilaterali o multilaterali; (iv) il "diritto del commercio internazionale" (*international trade law*), che disciplina i rapporti commerciali internazionali ovvero lo scambio di beni, servizi, proprietà intellettuale tra gli Stati e si basa principalmente sui trattati dell'Organizzazione Mondiale del Commercio; (v) il "diritto internazionale dello sviluppo", che disciplina la cooperazione tra Stati e Organizzazioni internazionali in materia di sviluppo, in specie la Banca Mondiale, l'International Financial Corporation e le Banche multilaterali di sviluppo, nell'interesse dei Paesi meno sviluppati.

Con riferimento al fenomeno della Finanza sostenibile, viene in rilievo, quale sotto-settore del diritto internazionale dell'economia, il "diritto internazionale della finanza". Esso non trova unanime riconoscimento in dottrina. Tradizionalmente, infatti, quest'ultimo viene considerato unitamente al diritto internazionale monetario e inscindibilmente da esso, tenuto conto: da un lato, della strettissima connessione esistente tra emissione e circolazione della moneta (sistema monetario¹⁸⁹) e funzionamento dei mercati dei servizi finanziari (sistema

globale, in particolare con riferimento ai diritti umani e allo Sviluppo sostenibile. Su tale specifico punto, cfr. H. SCHEPEL, *Rules of Recognition: A Legal Constructivist Approach to Transnational Private Regulation*, in H.M. WATT, D.P. FERNÁNDEZ ARROYO (eds.) *Private International Law and Global Governance*, Oxford, 2014, pp. 187-202.

¹⁸⁹ Al riguardo, cfr. tra le altre la definizione di "sistema monetario" offerta da C. GORTSOS, *Fundamentals of Public International Financial Law*, cit., p. 110, secondo cui: "*Monetary is the system which contains the unit of account of a state, and comprises, at an institutional level, a central bank which enjoys the exclusive privilege of issuing national banknotes*"

finanziario¹⁹⁰), in specie per ciò che riguarda l'intermediazione bancaria nella circolazione della liquidità e nel mercato del credito¹⁹¹; dall'altro lato, della ancora limitata regolamentazione propriamente internazionale del settore *de quo*, quale diretta conseguenza: (i) dell'ampio potere di auto-regolamentazione dei mercati esercitato dalle forze economiche private a livello transnazionale, risultante dalla progressiva liberalizzazione e deregolamentazione del settore dei servizi finanziari a livello internazionale (realizzatasi in particolare attraverso il *General Agreement on Trade in Services* (GATS) e il relativo *Annex on Financial Services*, nonché attraverso la promozione a livello internazionale da parte del FMI e della Banca mondiale di politiche economiche riconducibili al cosiddetto "*Washington Consensus*"¹⁹²); (ii) della mancanza di una volontà comune da parte degli Stati più influenti sotto questo versante ad addivenire ad una regolamentazione condivisa tramite l'elaborazione di norme internazionali vincolanti¹⁹³; nonché (iii) dell'assoluta prevalenza della *soft-law* e di atti atipici, come gli *standard* privati, come fonti di disciplina del settore, ovvero della cosiddetta "*international financial regulation*"¹⁹⁴.

¹⁹⁰ Al riguardo, cfr. tra le altre la definizione di "sistema finanziario" offerta da C. GORTSOS, *Fundamentals of Public international Financial Law*, cit., pp. 31-33 e 38, secondo cui: "*the financial system is one of the systems set up for the provision of services, within which the following two functions are performed through a complex nexus of markets, services providers and infrastructure: (a) the first function is channeling funds from the economy's positive savers to the negative savers (...) (b) the second function (...) consists in enabling (...) to make payments without cash*", laddove "*the channel of direct financing from positive to negative savers is activated through financial markets, defined as markets where: debt instruments and equities are issued and traded, and derivatives are traded*" e "*the second category of channeling funds from positive to negative savers is indirect financing or financial intermediation*" che richiede "*different categories of intermediaries the can systematically classified into three categories: banks, companies providing credit, insurance undertakings and pension funds*".

¹⁹¹ Cfr. tra gli altri C. GORTSOS, *Fundamentals of Public international Financial Law*, cit., p. 110, secondo cui: "*The close link between the two systems is mainly attributable to the fact that deposits, out of the main sources of banking, are, currently, the core components of money in the framework of the monetary system's operation*". Cfr. anche R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, nonché Cfr. C.M. MALAGUTI, *Crisi dei mercati e diritto internazionale*, cit., pp. 76 ss.

¹⁹² Il "*Washington Consensus*" è il nome dato alle politiche economiche attuate dal FMI, dalla Banca mondiale e dal Dipartimento del Tesoro americano, durante tutti gli anni '90 nei confronti dei Paesi in via di sviluppo e basate, essenzialmente, su tre pilastri fondamentali: (i) la stabilizzazione macroeconomica monetaria e fiscale, (ii) la liberalizzazione del commercio e degli investimenti esteri diretti; (iii) la privatizzazione e deregolamentazione dell'economia. Cfr. sul punto G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit., pp. 28 ss e R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, cit., pp. 202 ss.

¹⁹³ La mancanza di tale volontà comune è da attribuire a due diverse circostanze: da un lato, la volontà generale degli Stati di mantenere il controllo sulla disciplina dei servizi finanziari a fronte dell'importanza strategica del settore; dall'altro, la volontà in particolare degli Stati Uniti di mantenere la supremazia in campo finanziario, tramite il predominio del dollaro e la cosiddetta dollarizzazione dell'economia globale, il controllo dei pagamenti attraverso il sistema *swift*, e l'influenza esercitata sul settore finanziario internazionale tramite il sostanziale oligopolio delle agenzie di *rating* americane sull'intero mercato del *rating* del credito. Sul punto, cfr. in particolare G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit.

¹⁹⁴ Con "*international financial regulation*" si intende l'insieme degli atti di *soft-law* e di *standard* aventi l'obiettivo di disciplinare a livello internazionale, su base di per sé non vincolante, la condotta dei vari attori dei mercati dei servizi finanziari. Cfr. al riguardo K. ALEXANDER, R. DHUMALE, J. EATWELL, *The International Legal Framework for International Financial Regulation*, in ID. (eds), *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk*, Oxford, 2005, pp. 78-113; T. COTTIER, J.H. JACKSON,

Alcuni Autori¹⁹⁵ ritengono, tuttavia, che sia necessario distinguere e separare concettualmente il “sistema monetario internazionale”, quale oggetto del diritto internazionale monetario, definito come insieme di regole e principi che disciplinano le relazioni monetarie tra gli Stati al fine principale di mantenere la stabilità dei cambi e della bilancia dei pagamenti, dal “sistema finanziario internazionale”, quale oggetto del diritto internazionale della finanza, definito come insieme di regole e principi che influenzano il comportamento degli attori dei mercati dei servizi finanziari, in particolare le banche commerciali e gli altri intermediari finanziari, attraverso la regolazione e supervisione finanziaria, con l’obiettivo di garantire la stabilità dei mercati.

Da questa distinzione tra sistema monetario e sistema finanziario deriverebbe, secondo una parte minoritaria della dottrina, l’autonomia di tale ultimo settore dell’ordinamento internazionale economico rispetto al diritto internazionale monetario¹⁹⁶. Diversamente,

R.M. LASTRA, *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, 2012; C. GORTSOS, *Fundamentals of Public international Financial Law*, 2012, cit.; D. ZARING, *International Financial Regulation and International Law*, in *The Globalized Governance of Finance*, Cambridge, 2019, pp. 122-141. ¹⁹⁵ Cfr. tra gli altri C. MALAGUTI, *Crisi dei mercati e diritto internazionale*, cit., pp. 76 ss., secondo cui: “*Benché i fenomeni finanziari siano strettamente correlati a quelli monetari, sia sempre operato una netta distinzione tra, da un lato, il sistema monetario internazionale, concetto macroeconomico che comprenderebbe il regime del tasso di cambio, il meccanismo di creazione di distribuzione della liquidità internazionale, il regime dei movimenti di capitale le regole del gioco per l’aggiustamento nel sistema dei pagamenti, e dall’altro, il sistema finanziario internazionale, che comprenderebbe il complesso di regole principi che in vario modo influenzano il comportamento degli attori nei mercati finanziari internazionali*”, nonché similmente SACCOMANNI, in PREDIERI A., SAVONA P. (eds), *La nuova architettura del sistema monetario internazionale. Contenuti economici e aspetti giuridici*, Torino, 2001, e M. GIOVANOLI, *A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting*, in M. GIOVANOLI, D. DEVOS (eds.), *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, Oxford, 2010. Similmente anche A.H. QURESHI, A.R. ZIEGLER, *International Economic Law*, pp. 140 ss., che distinguono nettamente gli “*international monetary problems*” dagli “*international financial problems*”. Cfr. anche G.D. FOSLER, *International Monetary System vs. International Financial System – and the Significance for Policy Makers*, 2011, pp. 1 ss., secondo cui: “*The International Monetary System (IMS) constitutes an integrated set of money flows and related governance institutions that establish the quantities of money, the means for supporting currency requirements and the basis for exchange among currencies in order to meet payments obligations within and across countries. Central banks, international financial institutions, commercial banks and various types of money market funds – along with open markets for currency and, depending on institutional structure, government bonds – are all part of the international monetary system*”, mentre “*The international financial system (IFS) constitutes the full range of interest- and return-bearing assets, bank and nonbank financial institutions, financial markets that trade and determine the prices of these assets, and the nonmarket activities (e.g., private equity transactions, private equity/hedge fund joint ventures, leverage buyouts whether bank financed or not, etc.) through which the exchange of financial assets can take place. The IFS lies at the heart of the global credit creation and allocation process*”. Cfr. R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, p. 501, secondo cui: “*A distinction is often made between the ‘international monetary system’ (the official arrangements relating to the balance of payments – exchange rates, reserves, and regulation of current payments and capital flows) and the ‘international financial system’ (comprising the international financial institutions – formal and informal – and the various public and private actors in the so-called ‘global financial market’)*”, con la precisazione che “*However, this division is fluid; any discussion about the institution at the centre of the international monetary system – namely, the International Monetary Fund (IMF) – is linked with the international financial system, in the same way as the monetary authority at the national level (the central bank) is linked with the financial system*”.

¹⁹⁶ Su tale ultimo punto cfr. in particolare C. GORTSOS, *Fundamentals of Public international Financial Law*, cit., pp. 109 ss. e M.C. MALAGUTI, *Crisi dei mercati e diritto internazionale* cit., pp. 76 ss. e in particolare p.

ferme le citate distinzioni tra sistema monetario e sistema finanziario, per la dottrina maggioritaria questi ultimi non andrebbero considerati separatamente, ma unitariamente e in maniera complementare, quali parti di un unico sistema, il sistema monetario e finanziario internazionale, che è oggetto di studio di un'unica disciplina, denominata, a seconda dei casi, come diritto internazionale monetario (“*international monetary law*”) ovvero come diritto monetario e finanziario internazionale (“*international monetary and financial law*”)¹⁹⁷.

In ogni caso, come osservato da LASTRA¹⁹⁸, il diritto internazionale della finanza, come disciplina, sta acquisendo una rilevanza sempre più autonoma, all'interno dell'ordinamento economico internazionale, per effetto del succedersi e della combinazione di tre principali fattori: (i) la globalizzazione finanziaria, quale processo di liberalizzazione e successiva deregolamentazione dei movimenti di capitale, che ha reso i mercati finanziari nazionali sempre più interdipendenti e interconnessi, ha alimentato il potere di autoregolamentazione del mercato, attraverso l'innovazione contrattuale e l'elaborazione di principi e *standard* da parte di attori/regolatori privati, ed ha accresciuto la capacità delle forze economiche e finanziarie private di influire sulle decisioni di politica economica nazionale e internazionale; (ii) il dibattito, svoltosi sul finire del secolo scorso, sulla necessità di una nuova “architettura finanziaria internazionale”¹⁹⁹, da promuovere anche tramite il coinvolgimento diretto delle Organizzazioni internazionali e del settore privato, per colmare la mancanza di discipline internazionali riguardanti il settore dei servizi e dei mercati finanziari, soprattutto al fine di prevenire e affrontare crisi e *shock* economici internazionali; (iii) il susseguirsi di varie crisi finanziarie e, da ultimo, la crisi finanziaria globale del 2008, che ha indotto gli Stati ad assumere, in sede di *governance* economica internazionale, numerose iniziative politiche con l'obiettivo di garantire la stabilità dei mercati in un periodo

79, secondo cui: “con la aumento della frequenza delle crisi finanziarie degli a degli anni 90 del secolo scorso, si registra (...) un ribaltamento del nesso concettuale di dipendenza tra i due sistemi, verso l'affermazione della rilevanza autonoma del controllo coordinato dei mercati finanziari in quanto finalizzato alla loro stabilità, quale valore pavimento autonoma tutelarsi a livello internazionale”.

¹⁹⁷ Cfr. R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, p. 501, secondo cui: “A distinction is often made between the ‘international monetary system’ (the official arrangements relating to the balance of payments – exchange rates, reserves, and regulation of current payments and capital flows) and the ‘international financial system’ (comprising the international financial institutions – formal and informal – and the various public and private actors in the so-called ‘global financial market’). However, this division is fluid; any discussion about the institution at the centre of the international monetary system – namely, the International Monetary Fund (IMF) – is linked with the international financial system, in the same way as the monetary authority at the national level (the central bank) is linked with the financial system”. Cfr. anche M. GIOVANOLI, D. DEVOS, *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, Oxford, 2010.

¹⁹⁸ Cfr. R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, cit., pp. 520 ss.

¹⁹⁹ Sul punto v. *infra*.

di grave recessione economica e di forti turbolenze finanziarie, attraverso una più stringente cooperazione in materia di regolazione e supervisione finanziaria²⁰⁰.

Sempre LASTRA ha, inoltre, sostenuto che il lento sviluppo del settore, rispetto agli altri rami dell'ordinamento giuridico-economico internazionale, sia dovuto a tre motivi principali: la mancanza di un chiaro mandato verso le Organizzazioni internazionali esistenti; il suo carattere principalmente reattivo, piuttosto che proattivo e preventivo, nei confronti delle crisi finanziarie; nonché i legittimi interessi degli Stati nel mantenere il controllo sulla regolamentazione e supervisione dei rispettivi mercati finanziari²⁰¹.

Come argomentato in particolare da AVGOULEAS²⁰², la *governance* dei mercati finanziari internazionali ha, infatti, subito notevoli trasformazioni nel corso del tempo, scandite in tre diverse fasi. Durante la cosiddetta “*Bretton Woods Phase*” (1947-1997), che si estende oltre il periodo di vigenza del regime del *Gold Exchange Standard*, deciso nella Conferenza di Bretton Woods del 1947 e conclusosi nel 1972, sino alla crisi dei mercati asiatici del 1997, la *governance* internazionale dei fenomeni monetari e finanziari ruotava intorno a tre componenti fondamentali: la creazione tramite trattati multilaterali di apposite Organizzazioni internazionali per la cooperazione internazionale in ambito monetario (FMI) e finanziario per la ricostruzione post-bellica (segnatamente la Banca mondiale e l'IFC); il generale controllo statale sui flussi transfrontalieri di capitale; e la liberalizzazione del commercio e degli investimenti²⁰³. La successiva fase, denominata “*post-Asian Crisis period*” (1998-2008), si caratterizza, invece, per il sempre crescente ruolo assunto in particolare dal FMI nel supportare la liberalizzazione e deregolamentazione dei movimenti di capitale, da un lato, e nel farsi garante della stabilità finanziaria a livello globale,

²⁰⁰ Sui concetti di regolazione e supervisione finanziaria cfr. *ex multis* C. TIETJE, M. LEHMANN, *The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision*, in T. COTTIER, J.H JACKSON, R.M. LASTRA (eds.) *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, 2012, pp. 133-134: “*We understand regulation broadly in terms of the legal framework shaping financial services and transaction. Supervision is distinct from regulation as it refers only to the enforcement of regulatory standards*”. Analogamente LASTRA, che distingue tra *rule-making (regulation)* e *monitoring and enforcement (supervision)* (cfr. R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, cit., p. 112).

²⁰¹ Cfr. R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, cit., p. 522: “*The development of international financial law has been a slow and patchy phenomenon because of three reasons: (1) the lack of a clear legal mandate; (2) a reactive rather than a proactive character; and (3) the vested interests national governments have in the supervision and regulation of their financial sectors. The lack of a clear legal mandate raises important issues of legitimacy and accountability. The reactive nature, the fact that we appear to always be fighting the last war haunts regulation. And the national vested interests are again behind the reluctance to further liberalise and integrate financial markets*”.

²⁰² Cfr. E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge, 2012, pp. 157 ss. Analogamente C. GORTSOS, *Fundamentals of Public international Financial Law*, cit.

²⁰³ Cfr. *Ivi*, pp. 159 ss.

dall'altro²⁰⁴. Da ciò, peraltro, ebbe origine il dibattito sulla costruzione di una nuova “architettura finanziaria internazionale”²⁰⁵, promossa tra gli altri dal FMI e dalla Banca mondiale, basata su schemi informali di cooperazione intergovernativa, in particolare tramite i G7, G8 e G10, su di una copiosa attività di *standard-setting* internazionale di natura tecnico-finanziaria, come quella svolta dal Comitato di Basilea (BCBS), dal Financial Stability Forum (FSF) e da altri enti o consessi internazionali, nonché sull'attività di implementazione, monitoraggio ed *enforcement* di tali *standard* proprio da parte del FMI e della Banca mondiale, sia nei confronti degli Stati, tramite il meccanismo della condizionalità, sia nei confronti del sistema bancario, tramite specifici programmi²⁰⁶. Ciò, peraltro, ebbe la conseguenza di far convergere stabilità monetaria e stabilità finanziaria come oggetto del mandato del FMI, quali beni giuridici intrinsecamente collegati e indivisibili, risultanti da una strettissima connessione strutturale tra fenomeni monetari e fenomeni finanziari²⁰⁷.

Con la crisi finanziaria globale del 2008, tuttavia, si entrò in una nuova fase, caratterizzata dalla crescente importanza assunta dal G20 e da taluni *standard-setter bodies*, in particolare dal Financial Stability Board (FSB), nel riformare il settore finanziario internazionale e da un minor ruolo del FMI e delle altre Istituzioni finanziarie internazionali nel gestire la crisi²⁰⁸. Ciò ha determinato il proliferare degli strumenti di regolazione e supervisione bancaria e finanziaria internazionale, sempre tramite *soft-law* e *standard* emessi da enti diversi dalle Organizzazioni internazionali, come le reti transnazionali di regolatori e i consessi informali²⁰⁹.

²⁰⁴ Anche su tale aspetto cfr. G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit.

²⁰⁵ Cfr. al riguardo la definizione offerta da CROCKETT, *Lessons from the Asian Crisis*, in J.R. BISIGNANO, W.C. HUNTER, G.G. KAUFMAN (eds.) *Global Financial Crisis: Lessons from Recent Events*, Norwell, 2000, p. 7, secondo cui il concetto di “architettura finanziaria internazionale” “encompasses the rules, guidelines and other arrangements governing international financial relations as well as the various institutions, entities and bodies through which such rules, guidelines and other arrangements are developed, monitored and enforced”. Sulla nuova architettura finanziaria internazionale cfr. M. GIOVANOLI (ed.), *International Monetary Law. Issues for the New Millennium*, Oxford, 2000; M. GIOVANOLI, D. DEVOS (eds.), *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, Oxford, 2010; E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, cit.; R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, cit.

²⁰⁶ Cfr. E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets*, pp. 185 ss., in particolare p. 187, secondo cui la “nuova architettura finanziaria internazionale” “had four levels, incorporating both existing and new international institutions and organizations: (1) inter-governmental (state-to-state contact) groups, mainly combinations of G-7/G-8-10; (2) international standard-setting bodies, largely of a technocratic nature; (3) implementation of standards – in principle a domestic process but in practice developing countries received technical assistance through a variety of international, regional and bilateral sources, which also in some cases lobbied for or ‘coerced’ implementation (e.g., through the IMF conditionality); and (4) monitoring implementation of standards, through the IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program”.

²⁰⁷ Cfr. E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets*, pp. 165 ss.

²⁰⁸ Cfr. E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets*, pp. 204 ss.

²⁰⁹ Cfr. *Ibidem*.

Per effetto della crisi finanziaria del 2008, dunque, è emersa l'importanza del diritto internazionale della finanza come sotto-settore che disciplina specificamente le relazioni tra gli Stati in ambito finanziario ovvero il sistema finanziario internazionale, che si basa, da un lato, sul GATS e sulla conseguente liberalizzazione del commercio dei servizi finanziari a livello internazionale, e, dall'altro lato, sulla cooperazione internazionale finalizzata ad assicurare la stabilità dei mercati a livello globale²¹⁰. Trattasi anche in questo caso di un bene pubblico globale per la cui produzione e fornitura sono impegnati una pluralità di soggetti, pubblici e privati, che partecipano a vario titolo alla *governance* dei mercati²¹¹.

Come ampiamente evidenziato in letteratura²¹², il diritto internazionale finanziario contemporaneo difetta di specifiche norme di fonte consuetudinaria e pattizia (ad eccezione del GATS, che ha ad oggetto anche la disciplina internazionale del commercio dei servizi finanziari²¹³) ma risulta per lo più composto da atti di *soft-law*, come linee-guida, principi, *standard* e altri strumenti giuridici che sono emessi da un'ampia categoria di soggetti e attori, che includono: (i) gli Stati e i Vertici economici intergovernativi (segnatamente G7 e G20), che rimangono i depositari delle scelte di politica economica; (ii) le Organizzazioni internazionali economiche (segnatamente il FMI, la Banca mondiale e la Banca dei regolamenti internazionali), che agiscono sulla base di specifici mandati; (iii) le reti transnazionali di regolatori, più o meno istituzionalizzate, di natura pubblica o ibrida (segnatamente il FSB, il BCBS, la IOSCO, l'IAIS, l'IADI), che elaborano norme dall'efficacia giuridica di per sé non vincolante; (iv) i regolatori transnazionali privati, vale a dire enti privati, ad esempio associazioni di imprese o di professionisti, che agiscono come *standard-setter* in settori rilevanti per i mercati finanziari internazionali nel pieno esercizio dell'autonomia privata (segnatamente l'IASB, l'IFAC e l'ISO); (v) regolatori finanziari nazionali, intesi come autorità indipendenti di regolamentazione e supervisione finanziaria, incluse le banche centrali.

²¹⁰ Su tale articolazione del diritto internazionale della finanza cfr. tra gli altri C. GORTSOS, *Fundamentals of Public international Financial Law*, cit., pp. 109, secondo cui. "Public international financial law (...) is defined as the sum of rules of international economic law aimed at: (i) the liberalization of trade in financial services, and the achievement, by resorting to international cooperation, to specific policy objectives justifying regulatory intervention in the financial system".

²¹¹ Per un'analisi sulla stabilità economica e finanziaria come bene pubblico tutelato da tale ramo del diritto cfr. G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit.

²¹² Cfr. su tutti R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, cit., nonché M. GIOVANOLI (ed.), *International Monetary Law. Issues for the New Millennium*, cit.; M. GIOVANOLI, D. DEVOS (eds.), *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, cit.; E. AVGOULEAS, *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, cit.

²¹³ Cfr. *supra* nota 210.

La pluralità dei soggetti e degli attori coinvolti nella *governance* dei mercati (inclusi soggetti ibridi, reti informali e regolatori privati) e l'efficacia tendenzialmente non vincolante dei relativi atti normativi evidenziano la natura pluralista e decentralizzata che contraddistingue il sistema finanziario internazionale, in cui la stabilità dei mercati finanziari internazionali (o del mercato globale), quale bene pubblico globale, non è garantita da alcuna Organizzazione internazionale in particolare, né protetta da trattati, ma, per il momento, resta affidata, proattivamente, alla cooperazione tra i soggetti e gli attori che partecipano a vario titolo alla *governance* del mercato nell'ottica di prevenire il rischio sistemico risultante dalla liberalizzazione dei servizi finanziari e dalla globalizzazione dei mercati, e, reattivamente, alla capacità del sistema degli Stati di far fronte, politicamente, a crisi e *shock* economici che dovessero presentarsi, anche attraverso le Organizzazioni internazionali economiche sopra citate e le reti transnazionali di regolatori e supervisor finanziari²¹⁴.

Il fenomeno della Finanza sostenibile, come fino ad ora descritto, rientra nell'oggetto del diritto internazionale della finanza, di cui, peraltro, ne condivide la struttura di *governance* ibrida, pluralista e ampiamente basata su *soft-law* e *standard* internazionali²¹⁵. Vi sono, tuttavia, alcuni importanti divergenze su cui occorre soffermarsi. La prima riguarda la diversità del bene pubblico globale tutelato e delle condotte richieste ai vari attori economici, la seconda riguarda, invece, il diverso rapporto tra settore pubblico e settore privato.

Nel caso della Finanza sostenibile, come visto, il bene pubblico globale rilevante non è di per sé la stabilità economico-finanziaria – che rappresenta, comunque, la condizione necessaria per l'ordinato svolgersi delle relazioni economiche internazionali, anche in materia di sostenibilità – ma è proprio lo Sviluppo sostenibile, quale peculiare obiettivo della

²¹⁴ Cfr. G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità*, cit., p. 368, secondo cui: “Partendo dalla constatazione che manca tutt'oggi un'organizzazione internazionale a carattere universale deputata alla disciplina degli aspetti prettamente finanziari connessi all'economia in generale (...) nonché di un ente in grado di gestire in modo ordinato i possibili casi di default degli Stati, conseguenti a crisi economiche e finanziarie di particolare impatto sistemico, (...) l'atteggiamento assunto dagli Stati, soprattutto tramite le rispettive banche centrali, e dalle principali organizzazioni internazionali economiche, sia [è] stato caratterizzato da un forte interventismo per evitare di ripetere i tragici errori commessi nel secolo scorso, in specie, durante la crisi del 1929. In detti termini, si è avuto modo di appurare come entro la Comunità internazionale si sia riusciti a rafforzare e migliorare determinati momenti di coordinamento organizzazione economica già esistenti (...) unitamente alla definizione di nuovi centri di potere decisionale entro il settore finanziario, come le reti transnazionali di regolatori anche nella forma ibrida, come rappresentato dal Financial stability board. Si tratta di soluzioni che cercano di mediare tra l'evidente necessità di dare delle risposte tempestive e efficaci a problemi ed emergenze a carattere globale, con la tradizionale ritrosia degli Stati a perdere ulteriori spazi di manovra dal punto di vista politico ed economico, particolarmente all'interno di un settore, quale quello finanziario che, nel corso di questo ultimo ventennio, è divenuto sempre più strategico per le economie maggiormente avanzate (...)”.

²¹⁵ Cfr. al riguardo, quanto esposto nel presente paragrafo e la ricostruzione della *governance* della Finanza sostenibile offerta *supra* § 6.

Comunità internazionale e bene pubblico globale a sé stante²¹⁶. Difatti, ancorché Sviluppo sostenibile e stabilità finanziaria risultino connessi, si tratta, comunque, di beni giuridici profondamente diversi. Per entrambi, la produzione e la fornitura di tali beni coinvolgono non solo i soggetti pubblici, ma anche gli attori privati. Tuttavia, il mantenimento della stabilità finanziaria richiede, in generale: agli attori privati, di astenersi da determinati comportamenti di *moral hazard* e di *free riding* che possano minare la stabilità dei mercati e di adeguarsi agli *standard* internazionali rilevanti nell'esercizio della propria attività economica; e, ai soggetti pubblici, di supervisionare e regolamentare adeguatamente il settore e cooperare a tal fine a livello internazionale. Diversamente, per il bene Sviluppo sostenibile è invece richiesto: agli attori privati, di porre in essere condotte proattive e propositive a supporto degli SDGs, assumendo iniziative sia individualmente che collettivamente; e, al settore pubblico, di attuare politiche a sostegno degli SDGs e di relazionarsi in spirito di *global partnership* con tutti gli altri *stakeholder*, per supportare ogni iniziativa, anche normativa, in favore dello Sviluppo sostenibile e mobilitare tutte le risorse necessarie. Da una parte, dunque, si collocano più che altro comportamenti di tipo astensivo-adempitivo, funzionali a prevenire il rischio sistemico e, in caso di crisi, di porvi prontamente rimedio, dall'altra parte, invece, si collocano comportamenti di tipo proattivo-propositivo, anche in termini di *standard-setting* e *law-making*, in esecuzione di un disegno di riforma del settore promosso a livello internazionale, che trova il suo propulsore strategico, come visto nell'Agenda 2030, e il suo fondamento normativo internazionale, a livello multilaterale, nell'art. 2, par. 1, lett. c) dell'Accordo di Parigi.

Sotto questo profilo, inoltre, si evidenzia l'esistenza di diversi principi che ispirano il rapporto tra settore pubblico e settore privato: da un lato, vi è la mera cooperazione internazionale tra soggetti pubblici, nonché tra pubbliche autorità e attori privati, dall'altro lato, si situa, invece, una vera e propria *global partnership multistakeholder* per l'attuazione dell'Agenda. Ciò comporta una assai diversa configurazione nel rapporto pubblico-privato: le *public-private partnership*, infatti, se nel diritto internazionale finanziario non trovano una particolare forma di tutela e protezione, in quanto possono avere l'effetto di falsare la libera concorrenza nel settore, nel diritto e nella *governance* internazionale dello Sviluppo sostenibile esse sono, invece, specificamente incentivate, nella forma delle *multistakeholder partnership*, dal SDG 17. Ciò apre, dunque, nuovi e inediti scenari anche in merito al rapporto tra sfera pubblica e sfera privata in materia di *policy-making* e *law-making*.

²¹⁶ Sul punto v. *supra* Capitolo I, § 7.

Di conseguenza, a livello sistematico, il settore della Finanza sostenibile, pur inquadrabile nel contesto del diritto internazionale della finanza, trattandosi, infatti, di una componente emergente del sistema finanziario internazionale, risulta ispirato e guidato da principi formati *aliunde* all'interno dell'ordinamento internazionale. Questi ultimi sono emersi nel quadro della cooperazione internazionale in materia di Sviluppo sostenibile e si sono consolidati in specifici atti di *soft-law*, segnatamente nell'Agenda 2030. Per tale ragione, la Finanza sostenibile è collocabile nell'*intersezione* tra diritto internazionale della finanza e diritto internazionale in materia di Sviluppo sostenibile, da intendersi quale insieme di principi e norme, aventi per lo più efficacia giuridica non vincolante, funzionali a riformare progressivamente l'ordinamento e l'economia internazionale, per la realizzazione degli obiettivi di sostenibilità decisi dalla Comunità internazionale.

Infine, un'ultima considerazione merita il “*global public bad*” correlato al bene pubblico Sviluppo sostenibile, che può identificarsi nelle condotte di *greenwashing* o *SDG-washing*. Il riferimento improprio, fuorviante o elusivo al concetto di Sviluppo sostenibile, agli SDGs e ai vari strumenti che sono espressamente qualificati come sostenibili da parte sia degli attori privati, sia dei soggetti pubblici, mette in serio pericolo, ove possa assumere rilevanza sistemica, l'effettività della transizione globale verso un modello di Sviluppo sostenibile, a danno dell'intera collettività e, soprattutto, delle generazioni future. A tal fine, la promozione dello Sviluppo sostenibile come bene pubblico globale impone di prioritizzare il bisogno di prevenire e combattere tale fenomeno a livello internazionale, svolgendo, ad ogni livello di *governance*, un'adeguata attività di coordinamento, supervisione e controllo tra tutti i soggetti e gli attori coinvolti, sempre secondo il principio di *global partnership*. In tale prospettiva, appare fisiologico l'attivo coinvolgimento, nella *governance* della Finanza sostenibile, anche dei regolatori privati, la cui attività di *standard-setting* assume un rilievo propriamente “costituzionale”, quale legittima e necessaria componente di un processo di riforma e graduale trasformazione dell'economia globale, che richiede l'attiva partecipazione del settore privato, anche nell'elaborazione di specifiche normative di settore.

È proprio in tale contesto e in tale prospettiva che viene in rilievo il più volte menzionato principio di *global partnership*, il quale, ancorché enunciato in atti di *soft-law*, ha comunque l'effetto di legittimare le *partnership public-private* e *multistakeholder* anche per quanto riguarda l'elaborazione di specifici principi, *standard* e altri strumenti giuridici, che in forza del menzionato principio possono, così, essere “attratti” nell'ordinamento internazionale, quale valido e legittimo strumento di *governance* propriamente internazionale dei fenomeni economici, nonostante l'atipicità che li contraddistingue rispetto

alle fonti del diritto internazionale, inclusa la *soft-law*, anche con riferimento al diritto internazionale della finanza. Chiaramente, affinché possa verificarsi un tale scenario è necessario che il principio in esame si consolidi nella prassi degli Stati e delle Organizzazioni internazionali. Appare, comunque, assai significativo evidenziare come il concetto di *global partnership* possa potenzialmente rappresentare il fondamento normativo che potrà forse consentire di “aprire” l’ordinamento internazionale alle forme atipiche e informali di *governance* e *law-making* che già popolano lo scenario globale in materia di Sviluppo sostenibile, risultanti da una diversa conformazione nel rapporto e nella collaborazione tra settore pubblico e settore privato che, nel caso dello Sviluppo e della Finanza sostenibile, a differenza che in altri settori, sembra essere pienamente legittimato ed anzi incentivato dal citato principio.

A fronte di tali considerazioni, è dunque possibile sostenere che il diritto internazionale della finanza stia attraversando una nuova fase di profonda trasformazione strutturale, in cui il principio (di diritto internazionale generale) dello Sviluppo sostenibile e il connesso principio (di *soft-law*) di *global partnership* stanno progressivamente riformando il sistema finanziario internazionale, rimodulando sia gli obiettivi che lo stesso deve perseguire (e quindi lo Sviluppo sostenibile, oltre alla stabilità economico-finanziaria), sia le forme della *governance* e del *law-making* internazionale (e quindi le *partnership* globali e *multistakeholder*, oltre alla mera cooperazione intergovernativa), sia, dunque, le fonti normative che lo caratterizzano (vale a dire gli *standard* internazionali di fonte privata o ibrida, oltre alla ormai tradizionale *soft-law* di fonte intergovernativa). I prossimi anni saranno decisivi per comprendere in che direzione si sta evolvendo il diritto internazionale economico e finanziario, se verso una definitiva apertura alle forme di *governance* globale o transnazionale e all’inclusione degli attori e delle fonti private nell’ordinamento giuridico-economico internazionale, nel solco del principio di *global partnership*, oppure se verso il mantenimento della tipica struttura intergovernativa di cui all’art. 38 dello Statuto della Corte Internazionale di Giustizia, anche per quanto il diritto internazionale della finanza.

Parte Seconda
IL MERCATO DEGLI STRUMENTI DI DEBITO SOSTENIBILE
COME SETTORE DISTINTO E AUTONOMO DEI MERCATI
FINANZIARI INTERNAZIONALI E LA RELATIVA DISCIPLINA

Capitolo III

L'emersione del mercato degli strumenti di debito sostenibile e le fasi di creazione, strutturazione, espansione e crescita esponenziale del mercato

§ 1. Il mercato degli strumenti di debito sostenibile. – § 2. Le quattro fasi di sviluppo del mercato. – § 3. I primi *green bond* emessi dalla Banche multilaterali di sviluppo. – § 4. La crescita del mercato dei *green bond*: nuovi emittenti, nuovi mercati, nuovi strumenti. – § 5. Lo sviluppo di *standard* volontari: il *Climate Bonds Standard* e i *Green Bond Principles*. – § 6. La prassi dell'*external review*. – § 7. Il supporto della *governance* internazionale allo sviluppo del mercato. – § 8. Strutturazione ed espansione del mercato. – § 9. L'emanazione di *standard*, *soft-law* e regolamentazioni a livello nazionale e regionale. – § 10. I segmenti *green* e *sustainable* nei mercati regolamentati. – § 11. I *green bond* sovrani e l'innovazione degli strumenti di debito sostenibile per il debito pubblico e le politiche di sviluppo e di transazione climatica. – § 12. Gli altri strumenti di debito sostenibile. – § 13. Il mercato del debito sostenibile verso la crescita esponenziale e il fenomeno del *greenwashing*.

Capitolo IV

Gli strumenti di debito sostenibile: fattispecie e disciplina secondo gli *standard* ICMA e gli altri *standard* rilevanti

§ 1. Strumenti di debito sostenibile: elementi costitutivi e distinzioni fondamentali. – § 2. I *Green Bond*: definizione ed elementi costitutivi. – § 3. I *Green Bond*: disciplina generale tra obblighi di fatto e *best practice*. – § 4. Tipologie di *Green Bond*. – § 5. I *Social Bond* e i *Sustainability Bond*. – § 6. I *Sustainability-Linked Bond*. – § 7. I *Loans* sostenibili. – § 8. La proposta dell'*European Green Bond Standard*. – § 9. Verso la standardizzazione internazionale delle tassonomie, dell'attività di *reporting* e dell'*external review*.

Introduzione

Gli strumenti di debito sostenibile, come i *green bond*, *social bond*, *sustainability bond*, *sustainability-linked bond* e i meno diffusi, correlativi *green*, *social* e *sustainability-linked loans* rappresentano un'importantissima innovazione nel quadro della transizione globale verso un modello di Sviluppo sostenibile, in quanto consentono di unire il finanziamento a debito sui mercati al perseguimento di specifici obiettivi di sostenibilità ambientale e/o sociale. Trattasi principalmente di strumenti obbligazionari (*bond*) o prestiti privati (*loans*) che vengono espressamente denominati come sostenibili per le specifiche finalità perseguite. Tipicamente, questi possono consistere in strumenti di tipo “*use-of-proceeds*”, come i *green*, *social* e *sustainability bond* e *loans*, in cui il capitale prestato deve essere utilizzato per finanziare specifici progetti e attività sostenibili, oppure in strumenti di tipo “*performance-linked*”, come i *sustainability-linked bond* e *loans*, in cui le caratteristiche finanziarie dello strumento variano in base alla *performance* di sostenibilità del soggetto debitore. Di regola, tali strumenti sono “etichettati” come sostenibili direttamente da parte dell'ente emittente (nel caso dei *bond*) o delle parti contraenti (nel caso dei *loans*) attraverso un processo di “*self-labeling*”, che si basa sull'applicazione di *standard* volontari di settore e sulla predisposizione di una “*framework*” o analogo documento che disciplina in concreto gli aspetti di sostenibilità del singolo strumento.

Il mercato del debito sostenibile si è sviluppato su scala globale e include sia il segmento dei *bond*, da cui ha avuto origine, sia quello dei *loans*, in continua espansione, ma ancora piuttosto ristretto (Capitolo III, § 1). Il mercato è a tutt'oggi largamente dominato dal settore dei *bond* sostenibili, in particolare di quelli di tipo *use-of-proceeds*, come i *green bond*, che nell'ultimo decennio hanno conosciuto una rapidissima crescita in tutto il Mondo (§ 2). Nello specifico, ciò è avvenuto a partire dal 2007-2008, quando furono emessi i primi *green bond* da parte della Banca europea per gli investimenti e della Banca mondiale (§ 3), e soprattutto dopo il 2013, con l'ingresso nel mercato del settore privato (§ 4).

Dal punto di vista normativo, lo sviluppo del mercato dei *green bond* e degli altri strumenti di debito sostenibile è stato favorito dalla pubblicazione di appositi *standard*

internazionali di settore, di natura volontaria e di fonte privata (§ 5), i quali hanno fornito agli attori economici definizioni, tassonomie, requisiti e regole di condotta, per favorire la standardizzazione delle pratiche di emissione e aumentare la trasparenza e l'integrità del mercato a livello globale. In particolare, gli *standard* ICMA, che sono diffusamente applicati dagli operatori del mercato in tutto il Mondo, raccomandano: prima dell'emissione di un *bond*, di predisporre un'apposita "*framework*" contenente tutte le informazioni relative alle caratteristiche di sostenibilità dello strumento e ai relativi processi decisionali e gestionali; dopo l'emissione, di rendicontare annualmente sull'effettiva allocazione del capitale prestato (per gli *use-of-proceeds bond*) ovvero sul raggiungimento o meno degli obiettivi di sostenibilità prefissati (per i *sustainability-linked bond*). Con la pubblicazione degli *standard*, si è, altresì, diffusa, tra gli enti emittenti, la prassi di richiedere a soggetti terzi indipendenti e specializzati appositi controlli di *compliance*, denominati *external review* (§ 6), per verificare l'allineamento dei *bond* emessi agli *standard* volontari applicati. L'applicazione degli *standard* e il ricorso all'*external review* sono divenute comuni prassi di mercato a livello internazionale.

Dal punto di vista politico, l'espansione del mercato è stata ampiamente supportata da Stati, segnatamente quelli del G20, e Organizzazioni internazionali come le Nazioni Unite, in particolare tramite l'UNEP e la SSE, nonché l'OCSE, la Banca Mondiale, l'IFC e l'Unione Europea (§ 7). In particolare, è a seguito dell'Agenda 2030 e dell'Accordo di Parigi sul clima che, nell'ultimo quinquennio, le istituzioni e i mercati hanno mostrato un sostanziale interesse per l'emergente settore della Finanza sostenibile, indirizzandovi sempre maggiore attenzione (§ 8). A livello locale, poi, la crescita degli strumenti di debito sostenibile, in particolare dei *green bond*, è stata accelerata, in talune giurisdizioni: dalla pubblicazione di linee-guida e *standard* nazionali e regionali, di natura per lo più volontaria (§ 9); dalla creazione di segmenti *green* e *sustainable* nei mercati regolamentati (§ 10); nonché dall'emissione di *green bond* e altri strumenti di debito sostenibile da parte di Stati sovrani ed enti subnazionali (§ 11).

Su tali presupposti, l'innovazione finanziaria ha rapidamente portato all'emersione e alla "tipizzazione", sempre tramite *standard* internazionali privati, di nuove tipologie di obbligazioni sostenibili oltre i *green bond*, come i *social bond*, i *sustainability bond* e i *sustainability-linked bond* e i correlativi *loans* (§ 12). Con l'avvento della pandemia, l'intero settore del debito sostenibile ha conosciuto un ulteriore importante *momentum*. Da un lato, infatti, la crisi sanitaria ha indotto sempre più soggetti pubblici e privati ad emettere *social bond* e *sustainability bond* per far fronte all'emergenza in atto e supportare progetti di

sostenibilità sociale, così favorendo la crescita di tali strumenti all'interno di un mercato, quello del debito sostenibile, sino ad allora nettamente dominato dai soli *green bond*. Dall'altro lato, la crisi pandemica ha spinto un maggior numero di Stati ad emettere *green bond* sovrani (o sovranazionali) per finanziare in modo specifico la transizione ambientale e climatica nelle rispettive giurisdizioni. I dati del 2021 e le previsioni per il 2022 e gli anni seguenti confermano che il *trend* di crescita di tipo esponenziale del mercato globale dei *bond* sostenibili, che si ritiene potrà progressivamente trasformare 'dall'interno' l'intero mercato obbligazionario, riducendo la quota di strumenti *unlabeled*. Lo stesso potrà valere per i *loans* per quanto riguarda i mercati del credito bancario e non bancario, anche se, ad oggi, tali strumenti hanno una diffusione ancora piuttosto limitata, benché in continua crescita. Si rende, dunque, quanto mai necessario prevenire a livello sistemico, e quindi internazionale, il fenomeno del *greenwashing* (§ 13).

Prima di procedere con l'analisi del sistema di regolamentazione e *governance* del mercato del debito sostenibile, il Capitolo IV ricostruisce, a partire dall'analisi degli *standard* ICMA, che sono diffusamente applicati a livello globale, gli elementi costitutivi della nozione di strumento di debito sostenibile e le distinzioni fondamentali tra i vari strumenti (Capitolo IV, § 1). In seguito il Capitolo indaga nello specifico la nozione (§ 2), la disciplina (§ 3) e le tipologie e dei *green bond* (§ 4), dei *social bond* e dei *sustainability bond* (§ 5), dei *sustainability-linked bonds* (§ 6) e dei *loans* sostenibili (§ 7), soffermandosi, infine, sulla proposta dell'*European Green Bond Standard* della Commissione Europea (§ 8) e sui progetti di standardizzazione delle tassonomie in materia di Finanza sostenibile e di altri aspetti rilevanti per la disciplina del mercato in esame (§ 9).

Capitolo III

L'emersione del mercato degli strumenti di debito sostenibile e le fasi di creazione, strutturazione, espansione e crescita esponenziale del mercato

§ 1. Il mercato degli strumenti di debito sostenibile.

Per mercato degli strumenti di debito sostenibile si intende quel settore dei servizi e dei mercati finanziari internazionali in cui vengono emessi e scambiati “strumenti di debito” che sono espressamente “etichettati” (*labeled*) come “sostenibili”, o comunque in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile, per le specifiche finalità di ordine climatico, ambientale e/o sociale perseguite¹. Detto mercato comprende solo gli strumenti cosiddetti “*labeled*”, in

¹ La denominazione “mercato degli strumenti di debito sostenibile” o “mercato del debito sostenibile” corrisponde al termine inglese “*sustainable debt market*”, che viene comunemente utilizzato per indicare l'esistenza di un unico grande mercato, di dimensioni globali, che si compone di diverse tipologie di strumenti con caratteristiche e finalità comuni: gli strumenti di debito sostenibile. Il termine viene utilizzato soprattutto dopo il 2020: infatti, mentre prima di tale data il mercato era largamente dominato dai soli *green bond*, a seguito dello scoppio della pandemia da COVID-19, la rapida crescita degli altri strumenti di debito sostenibile in tutto il Mondo ha repentinamente introdotto tale termine nel lessico finanziario internazionale, per indicare l'emersione di un più ampio mercato del debito sostenibile, che include una pluralità di strumenti (cfr. tra gli altri J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, *How Green are Green Debt Issuers?*, IMF Working Paper n. 20(194), 2021; G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *2021 Synthesis Report*, cit.; CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020 e 2021*, cit.; NAZIONI UNITE, *Report of the Inter-agency task Force on Financing for Development. Financing for Sustainable Development Report 2022*, cit.; INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANT, *Navigating the Sustainable Debt Market: Enhancing Credibility in an Evolving Market. An Introduction to The Trends, Challenges, Opportunities, and Current Practices Related to Sustainable Debt Instruments*, 2022; UNCTAD, *World Investment Report. International tax reforms and sustainable investment*, 2022). Nel merito, la ricerca ha consentito di constatare: in primo luogo, che le varie tipologie di strumenti di debito sostenibile sono disciplinate in maniera sostanzialmente omogenea e uniforme da specifici *standard* internazionali di settore di natura volontaria e di fonte privata; in secondo luogo, che tali *standard* contengono regole di condotta sia di natura sostanziale (definizioni, tassonomie, adempimenti anteriori e successivi all'emissione dello strumento), sia di natura procedurale (verifica, monitoraggio ed *enforcement* della *compliance* tramite *external review*); in terzo luogo, che a livello locale tali strumenti, ove regolati, sono disciplinati in maniera sostanzialmente analoga agli *standard* internazionali di settore; in quarto luogo, che gli strumenti di debito sostenibile, in particolare i *bond*, sono emessi in numerosissime giurisdizioni e sono sottoscritti e scambiati da investitori situati in ogni parte del Mondo; in quinto luogo, che la tendenza dei regolatori, degli operatori e degli osservatori di tale mercato è di considerare quest'ultimo in termini globali e unitari, quale parte di un unico fenomeno, senza attribuire rilevanza discriminante alle differenze esistenti tra *bond* e *loans*, tra strumenti *use-of-proceeds* e strumenti *sustainability-linked*, nonché tra i diversi mercati territoriali. Appare, dunque, pienamente giustificata la trattazione in maniera unitaria e organica di tutti gli strumenti di debito sostenibile, quali componenti di un unico mercato globale in continua espansione, come risulta dai documenti sopra citati.

cui la denominazione “sostenibile” o similare è contenuta direttamente nel titolo dello strumento², restando, invece, esclusi quegli strumenti che, pur facendo riferimento ad attività che possono essere ritenute e qualificate come “sostenibili”, non sono espressamente etichettati come tali (strumenti *unlabeled*)³.

Il mercato del debito sostenibile si è sviluppato su scala globale a partire dal successo internazionale dei *green bond* (titoli obbligazionari i cui proventi sono destinati al finanziamento esclusivo di “*green projects*”⁴) e si è rapidamente evoluto grazie alla creazione, alla diffusione e alla “tipizzazione”, attraverso *standard* internazionali/transnazionali di mercato, di natura volontaria e di fonte privata⁵, di nuovi strumenti di debito sostenibile. Questi includono i *social bond* e i *sustainability bond* (titoli obbligazionari i cui proventi sono destinati al finanziamento esclusivo, rispettivamente, di “*social projects*”⁶ ovvero di una combinazione di “*green*” e “*social projects*”⁷), i

² Il mercato del debito sostenibile ha avuto origine proprio dall’idea della Banca Europea per gli Investimenti, seguita dalla Banca Mondiale, di denominare titoli obbligazionari in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile (rispettivamente: “*Climate Awareness Bond*” e “*World Bank Green Bond*”) per rendere evidente a tutti gli investitori quali fossero le specifiche finalità perseguite (v. *infra* § 3). Tale strategia si è poi diffusa anche tra società private, che, a fronte della crescente domanda di investimenti sostenibili, hanno iniziato ad offrire prodotti aventi specifici obiettivi di sostenibilità e a denominarli espressamente come tali, inserendo aggettivi come *green, climate, social, sustainable, sustainability* o simili direttamente nel titolo dello strumento (v. *infra* § 12).

³ Tale distinzione tra strumenti “*labeled*” e “*unlabeled*”, per cui solo i primi sono considerati parte del mercato in oggetto, è pacifica e risale ai primissimi studi effettuati sugli emergenti *green bond* per identificare e quantificare il relativo mercato. Sul punto, cfr., in particolare, COMMISSIONE EUROPEA, *Shifting Private Finance towards Climate-Friendly Investments. “Policy options for mobilising institutional investors’ capital for climate-friendly investment”. Final report*, 2015, EU Doc. CLIMA.A.2/ETU/2013/0035; OECD, *Green bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*, 2015

⁴ Per *green bond* si intende qualsiasi strumento obbligazionario i cui proventi sono destinati al finanziamento esclusivo di “*green projects*”, vale a dire progetti o attività economiche e finanziarie in grado di realizzare specifici benefici dal punto di vista climatico e/o ambientale. A livello internazionale di mercato, i *green bonds* sono disciplinati dai *Green Bond Principles* dell’INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION e dal *Climate Bonds Standard* della CLIMATE BONDS INITIATIVE. Sul punto, v. nello specifico *infra* § 5, nonché Capitolo IV, § 2, § 3 e §4.

⁵ Tali *standard* internazionali, che saranno brevemente introdotti nei successivi paragrafi e più diffusamente analizzati nel Capitolo IV, includono: i *Green Bond Principles*, i *Social Bond Principles*, le *Sustainability Bond Guidelines* e i *Sustainability-Linked Bond Principles*, pubblicati dall’INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION; il *Climate Bonds Standard and Certification Scheme*, pubblicato dalla CLIMATE BONDS INITIATIVE; i *Green Loans Principles*, i *Social Bond Principles* e i *Sustainability-Linked Loans Principles*, pubblicati congiuntamente dalla LOAN MARKET ASSOCIATION, dall’ASIA-PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION e dalla LOAN SYNDICATIONS & TRADING ASSOCIATION.

⁶ Per *social bond* si intende qualsiasi strumento obbligazionario i cui proventi sono destinati al finanziamento esclusivo di “*social projects*”, vale a dire progetti e attività economiche e finanziarie in grado di realizzare specifici benefici dal punto di vista sociale. A livello internazionale di mercato, i *social bonds* sono disciplinati dai *Social Bond Principles* dell’INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. Sul punto, v. *infra* Capitolo IV, § 5.

⁷ Per *sustainability bond* si intende qualsiasi strumento obbligazionario i cui proventi sono destinati al finanziamento esclusivo di “*green projects*” e “*social projects*” e rappresentano, quindi, una sintesi di *green bond* e *social bond*. A livello internazionale di mercato, i *sustainability bonds* sono disciplinati dalle *Sustainability Bond Guidelines* dell’INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION, che richiamano i *Green Bond Principles* e i *Social Bond Principles*. Sul punto, v. nello specifico *infra* Capitolo IV, § 5.

sustainability-linked bond (titoli obbligazionari la cui *performance* finanziaria varia in base alla *performance* di sostenibilità dell'ente emittente⁸) e, ancora, i *loans* di tipo *green*, *social*, *sustainability* e *sustainability-linked* (prestiti stipulati privatamente analoghi agli omologhi *bond* sopra citati⁹). Oltre a tali strumenti “tipici”, possono essere inclusi nella categoria in esame anche quegli strumenti che non sono espressamente regolati da alcuno *standard*, ma che, comunque, sono etichettati in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile in considerazione delle specifiche finalità perseguite, come ad esempio i *blue bond*, *gender bond*, *SDG-bond* e *transition bond*¹⁰.

Come accennato, appartengono alla categoria degli strumenti di debito sostenibile sia i *bond*, vale a dire le obbligazioni e gli altri strumenti di debito offerti al pubblico sui mercati finanziari, sia i *loans*, vale a dire prestiti di denaro stipulati privatamente¹¹. Conseguentemente, il mercato del debito sostenibile include sia quel segmento dei mercati finanziari in cui vengono emessi e scambiati i *bond* sostenibili, sia quel settore dei servizi finanziari in cui vengono sottoscritti privatamente *loans* sostenibili. Nonostante le rilevanti differenze tra *bond* e *loans* e i relativi mercati¹², è opportuno procedere alla trattazione unitaria del tema generale degli strumenti di debito sostenibile, tenuto conto delle significative analogie dal punto di vista del sistema di regolamentazione e *governance* internazionale. Peraltro, oltre a *bond* e *loans*, anche altri strumenti di debito possono ricevere

⁸ Per *sustainability-linked bond* si intende qualsiasi strumento obbligazionario la cui *performance* finanziaria varia in base alla *performance* di sostenibilità del soggetto debitore, misurata attraverso predeterminati *key performance indicators* e *sustainability performance targets*. A livello internazionale di mercato, i *sustainability-linked bonds* sono disciplinati dai *Sustainability-Linked Bond Principles* dell'INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. Sul punto, v. nello specifico *infra* Capitolo IV, § 6.

⁹ I *loans* sostenibili sono contratti di mutuo o altri contratti che sottendono un'operazione di prestito di denaro stipulati privatamente e analoghi ai corrispondenti *bond* di tipo *use-of-proceeds* o *sustainability-linked*. A livello internazionale di mercato, i *loans* sostenibili sono disciplinati dai *Green/Social/Sustainability-Linked Loans Principles* pubblicati da associazioni di categoria come la LOAN MARKET ASSOCIATION, in collaborazione con l'INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. Sul punto, v. nello specifico *infra* Capitolo IV, § 7.

¹⁰ Non esistono *standard* internazionali di mercato che disciplinano tali “*labels*”. Ad ogni modo, nella prassi corrente: per *blue bond* si intendono *green bond* relativi a progetti di conservazione degli oceani e delle acque marine (cfr. al riguardo IFC, *Guidelines for Blue Finance Guidance for financing the Blue Economy, building on the Green Bond Principles and the Green Loan Principles*, 2022); per *SDG bond* si intendono *use-of-proceeds bond* finalizzati a finanziare specifici SDGs (cfr. UN GLOBAL COMPACT, UNEP, FI, *SDG Bonds. Leveraging Capital Markets for the SDGs*, 2019); per *transition bond* si intendono strumenti di debito in cui il capitale prestato viene utilizzato per finanziare specifici progetti di transizione climatica riguardanti l'attività produttiva esercitata dal soggetto debitore (sul punto v. *infra* § 12). In generale, cfr. OECD, *Scaling Up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuance in Developing Countries*, 2021, p. 9.

¹¹ Cfr. J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, *How Green are Green Debt Issuers?*, IMF Working Paper n. 20/194, cit., p. 8: “*Sustainable debt includes bonds and loans that are labeled for their environmental or social benefits*”. V. *supra* nota 1.

¹² Le principali differenze riguardano il fatto che i *bond*, essendo offerti pubblicamente sui mercati finanziari regolamentati, sono sottoscritti da un elevatissimo numero di investitori, mentre i *loans* sono contratti stipulati privatamente tra due o più parti. Per un maggiore approfondimento del tema, v. *infra* Capitolo IV.

la denominazione di sostenibile, come i *commercial paper*, le *revolving credit facilities* o i depositi bancari¹³; tuttavia, il mercato per tali strumenti è molto ristretto e ancora in fase di innovazione e sperimentazione.

La “denominazione” (*self-labeling*) dello strumento come sostenibile è l’elemento formale che identifica l’intero settore del debito sostenibile¹⁴. Tale denominazione viene effettuata direttamente da parte dell’ente emittente (nel caso dei *bond*) o delle parti contraenti (nel caso dei *loans*) in ragione delle finalità perseguite dal singolo strumento. Pur a fronte della generale mancanza, nella maggior parte delle giurisdizioni, di regolamentazioni vincolanti in materia di debito sostenibile, tale “*self-labeling*” non si pone come attività meramente autoreferenziale dell’ente emittente o delle parti contraenti, ma, al contrario, si basa di regola sui sopra citati *standard*, che disciplinano in astratto il tipo di strumento, nonché sull’elaborazione di un apposito documento, comunemente denominato come “*framework*”¹⁵, che disciplina in concreto il singolo strumento emesso, illustrandone le caratteristiche peculiari. Tale *framework* è necessaria al fine di sostanziare e legittimare la qualificazione dello strumento come sostenibile nei confronti degli investitori e dei terzi ed è altresì richiesta da tutti gli *standard* di settore¹⁶. Inoltre, la prassi di ricorrere all’*external review*¹⁷ per verificare, prima dell’emissione, la conformità dello strumento agli *standard* applicati consente di attribuire maggiore certezza e trasparenza a tale attività di *self-labeling*¹⁸.

¹³ Infatti, il *Climate Bonds Standard* consente di certificare come “*climate-aligned*” anche strumenti di debito diversi da *bond* e *loans* come quelli appena citati. V. *infra* § 3.

¹⁴ V. *supra* nota 2. Cfr., con riferimento ai *green bond*: OECD, *Green Bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*, 2015, p. 2 (“*A green bond is differentiated from a regular bond by this label*”); S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit., p. 12 (“*A standard green bond is distinguished from a standard bond by being “labeled” as green by the issuer*”); nonché, con riferimento all’intero settore del debito sostenibile: J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, *How Green are Green Debt Issuers?*, cit., p. 8 (“*Sustainable debt relies on self-labeling by the issuer*”).

¹⁵ Come più diffusamente illustrato *infra* Capitolo IV, sia per i *bond* che per i *loans* è prevista dai relativi *standard* l’elaborazione di un apposito documento in cui le caratteristiche di sostenibilità dello strumento devono essere puntualmente indicate. Nei *bond* tale documento è generalmente chiamato con il termine di *green/social/sustainability/sustainability-linked bond “framework”* o più raramente “*guidelines*” o “*factsheet*”; per i *loans*, è possibile che il contenuto di tale documento sia incluso nel contratto stesso e non si presenti come documento esterno o allegato al contratto. Ad ogni modo, ai fini della presente ricerca si utilizzerà il termine *framework* per riferirsi a quel documento o parte di documento in cui le credenziali di sostenibilità ambientale o sociale dello strumento sono specificamente indicate.

¹⁶ Sulla *framework* come elemento necessario e costitutivo degli strumenti di debito sostenibile v. *infra* Capitolo IV, § 2 con specifico riferimento ai *green bond*.

¹⁷ L’*external review* è un servizio di verifica della *compliance* di uno strumento di debito sostenibile che viene richiesto dal soggetto emittente a un soggetto terzo indipendente e specializzato per confermare il rispetto degli *standard* applicati. Il ricorso all’*external review* è divenuto una comune prassi di mercato a livello internazionale. Sul punto, v. in generale *infra* § 6 e più analiticamente Capitolo VI.

¹⁸ Cfr., tra gli altri, J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, *How Green are Green Debt Issuers?*, cit., p. 9: “*Private external reviewers are a source of assurance of the sustainability credentials of debt which otherwise relies primarily on the sustainability claims of the issuer*”.

Dal punto di vista sostanziale, ciò che rende “sostenibile” uno strumento di debito così denominato è la finalità perseguita, che presuppone logicamente un impegno espresso del soggetto debitore a compiere determinate attività che contribuiscano allo Sviluppo sostenibile¹⁹. Tale impegno, il cui contenuto è esplicitato nella menzionata *framework*, può essere inserito in apposite disposizioni contrattuali (come avviene di regola per i *loans*) configurandosi in tal caso come un vero e proprio obbligo giuridico pienamente coercibile, ma può anche essere contenuto in un documento esterno al contratto di per sé privo di efficacia giuridica vincolante (come avviene di regola per i *bond*) configurandosi, dunque, in tal caso, come un generico impegno non suscettibile di esecuzione coattiva, salvo diverse disposizioni regolatorie o contrattuali applicabili.

Rinviando al prosieguo della trattazione le questioni inerenti l’efficacia giuridica e l’*enforcement* di tali “impegni” in tema di sostenibilità, è opportuno soffermarsi sul contenuto degli stessi. Tipicamente, questi possono avere ad oggetto il finanziamento di progetti in grado di realizzare concreti benefici dal punto di vista climatico, ambientale e/o sociale oppure il miglioramento delle *performance* di sostenibilità ambientale e sociale del soggetto debitore. Sulla base di ciò, si suole distinguere, rispettivamente, tra²⁰:

(i) strumenti di tipo “*use-of-proceeds*” (o “*activity-based*” o “GSS”), come i *green, social e sustainability bond e loans*, che si caratterizzano giuridicamente per la creazione di una sorta di vincolo di destinazione sul capitale prestato, che deve essere esclusivamente riutilizzato per finanziare progetti di sostenibilità ambientale e/o sociale;

(ii) strumenti di tipo “*performance-linked*” (o “*issuer-based*”), come i *sustainability-linked bond e loans*, in cui non è previsto alcun vincolo di destinazione, ma la *performance* finanziaria dello strumento varia in base alla *performance* di sostenibilità del soggetto debitore ovvero al raggiungimento o meno di predeterminati *sustainability performance targets*, misurati secondo specifici *key performance indicators*.

¹⁹ Cfr. J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, *How Green are Green Debt Issuers?*, cit., p.6, secondo cui: “*Sustainable debt instruments are conventional debt plus a sustainability commitment by the issuer*”.

²⁰ La denominazione *use-of-proceeds*, che evidenzia il vincolo di destinazione impresso sul capitale prestato, è utilizzata per indicare i *bond* (e i *loans*) sostenibili di tipo *green, social e sustainability* sin dall’origine del relativo mercato ed è a tutt’oggi la denominazione maggiormente utilizzata per indicare tali strumenti. Il termine *activity-based* è invece comparso più di recente (cfr. J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, *How Green are Green Debt Issuers?*, cit.) ed è utilizzato in antitesi al termine “*issuer-based*”, che viene altresì impiegato per identificare gli strumenti di tipo *performance-linked*. La denominazione “GSS” è utilizzata quale acronimo per *green, social e sustainability bond*, la quale diventa “GSSS” per includere i *sustainability-linked bond*. Tra le varie nomenclature utilizzate, sembra preferibile quella di *use-of-proceeds* e di *performance-linked*, per via l’immediato riferimento alle caratteristiche peculiari e distintive di tali categorie di strumenti di debito sostenibile. Sulle distinzioni tra i vari strumenti di debito sostenibile, v. *infra* Capitolo IV, § 1.

§ 2. Le quattro fasi di sviluppo del mercato.

L'intero mercato del debito sostenibile si è sviluppato partire dal 2007-2008, quando furono emessi i primi *green bond* per iniziativa della Banca europea per gli investimenti e della Banca mondiale. In pochi anni, i *green bond* si diffusero in tutto il Mondo ad un rapidissimo tasso di crescita, evolvendosi da settore di nicchia a segmento quasi *mainstream* del mercato²¹ e portando alla formazione di un vero e proprio mercato globale del debito sostenibile nei termini sopra delineati. Ad oggi, gli strumenti di debito sostenibile, soprattutto i *bond*, sono emessi da Stati, banche nazionali e multilaterali di sviluppo, enti sub-nazionali e imprese pubbliche, nonché da società private finanziarie e non finanziarie, e sono sottoscritti sia dagli investitori privati, soprattutto istituzionali che investono specificamente nello Sviluppo sostenibile o che vogliono rendere più *green* e sostenibile il proprio portafoglio, sia dai soggetti pubblici, tra cui anche fondi sovrani e banche centrali²².

Lo sviluppo del mercato del debito sostenibile può essere suddiviso in quattro fasi: creazione; strutturazione; espansione; crescita esponenziale²³. Le prime tre fasi (2007–2019) hanno interessato specificamente i soli *green bond*, che sono a tutt'oggi gli strumenti di debito sostenibile più diffusi²⁴. La quarta fase, successiva al 2020, riguarda, invece, l'intero mercato degli strumenti di debito sostenibile, comprensivo delle altre tipologie di *bond*, comparse successivamente e divenute in poco tempo sempre più rilevanti, e dei meno diffusi *loans*.

Proprio a partire dal 2020, infatti, è cresciuta significativamente la quota di mercato riferibile agli strumenti diversi dai *green bond* sull'intero settore del debito sostenibile: in particolare, la quota di emissioni di *sustainability* e *social bond* è passata da circa il 25% nel 2019 (complessivi USD 85 miliardi, rispettivamente 65 e 20, sul totale di 343 miliardi, di cui 258 relativi ai soli *green bond*), a circa il 58% nel 2020 (complessivi 409 miliardi,

²¹ Cfr. M. DORAN, J. TANNER, *Critical challenges facing the green bond market*, in *International Financial Law Review*, 2019, p. 2.

²² La Banca Centrale Europea, ad esempio, ha incluso i *green bond* tra gli *asset* acquistabili nell'ambito dei programmi “*corporate sector purchase programme*” (CSPP), “*asset-backed securities purchase programme*” (ABSPP) e “*public sector purchase programme*” (PSPP) e accetta, inoltre, i *green bond* come collaterale per le sue operazioni di credito. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Opinion of the European Central Bank of 5 November 2021 on a proposal for a regulation on European green bonds*, 2021, EU Doc. CON/2021/30.

²³ Queste fasi sono state determinate sulla base di un'analisi sia quantitativa che qualitativa dell'evoluzione del mercato, la quale ha restituito quattro precisi periodi caratterizzati da tratti peculiari e distintivi. La suddivisione in fasi sarà ripresa *infra* Capitolo V, § 2, per analizzare l'evoluzione della *governance* e della regolamentazione del settore.

²⁴ Al 31 dicembre 2021, i *green bond* rappresentano circa il 57% (USD 1,6 trilioni) delle emissioni globali cumulative di obbligazioni sostenibili (pari a USD 2,8 trilioni). Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, 2022.

rispettivamente 160 e 249, sul totale di quasi 700 miliardi, di cui 290 per *green bond*²⁵. Secondo i dati della CBI, dal 2007 al 2021 le emissioni cumulative globali di obbligazioni sostenibili ammontano a circa USD 2.800 miliardi, di cui oltre 1.600 per *green bond* (57%), 520 per *sustainability bond* (19%), 538 per *social bond* (19%), 135 per *sustainability-linked bond* (5%) e quasi 10 per gli emergenti *transition bond*; tra i citati 2.800 miliardi, ben 1.100, pari al 40% del totale, sono stati emessi solo nell'ultimo anno²⁶.

Durante la prima fase di “creazione del mercato” (2007 – 2012), descritta nel successivo paragrafo § 3, i *green bond* venivano emessi pressoché esclusivamente dalle Banche multilaterali e nazionali di sviluppo. Queste ultime crearono e sperimentarono per prime questa nuova *asset class* e stabilirono le prime prassi rilevanti, tramite la pubblicazione, prima dell'emissione, di apposite “*framework*” per individuare i progetti finanziabili e, dopo l'emissione, di specifici *report* sull'allocazione dei proventi e sui benefici ambientali e/o sociali arrecati. In questa fase, le emissioni cumulative globali di *green bond* raggiunsero, nel complesso, la cifra di quasi USD 10 miliardi²⁷.

Ad essa fece seguito una seconda fase di “strutturazione del mercato” (2013 – 2015), sintetizzata nei paragrafi da § 4 a § 8, che fu originata soprattutto dall'ingresso nel mercato delle società private in qualità di enti emittenti. Con l'ingresso di tali soggetti, in quegli anni si diffusero i due principali *standard* internazionali in materia, come il *Climate Bond Standard and Certification Scheme* e i *Green Bond Principles*, pubblicati nel 2010 e nel 2014 da attori privati quali la Climate Bonds Initiative e l'International Capital Market Association. Conseguentemente, tra gli enti emittenti iniziò a svilupparsi la prassi dell'*external review* per confermare la corretta applicazione degli *standard*. Ciò consentì al mercato di strutturarsi e autoregolarsi attraverso i menzionati *standard* e la prestazione dei correlativi servizi di *external review*²⁸. L'ingresso dei privati favorì, inoltre, l'innovazione e la comparsa di nuove tipologie di *green bond*²⁹ e, in seguito, di altri strumenti di debito

²⁵ Dati CBI. Percentuali elaborate sulla base dei dati della CBI. Cfr. CBI, *2019 Green Bond Market Summary*, 2020 e CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020*, 2021.

²⁶ Dati CBI. Percentuali elaborate sulla base dei dati della CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, 2022.

²⁷ Dati OECD. Cfr. OECD, *Green Bonds*, cit., p. 5.

²⁸ Il sistema di regolamentazione degli strumenti di debito sostenibile può essere infatti suddiviso in disciplina sostanziale, che ha ad oggetto gli adempimenti del soggetto debitore ed è contenuta negli *standard*, e disciplina procedurale, che riguarda invece la *compliance* e l'*enforcement* di tali *standard* e ha ad oggetto principalmente l'attività di *external review*, come regolata dalla prassi di mercato e da talune linee-guida applicabili. V. *infra* Capitoli V e VI.

²⁹ Sulla classificazione delle diverse tipologie di *green bond*, v. *infra* Capitolo IV, § 4.

sostenibile. In tale fase, il mercato dei *green bond* raggiunse la cifra di circa 90 miliardi di dollari di emissioni cumulative, di cui 40 miliardi emessi solamente nel 2015³⁰.

La terza fase di “espansione del mercato” (2016 – 2019), di cui ai paragrafi da § 8 a § 12, fu inaugurata dall’adozione dell’Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile e dell’Accordo di Parigi, nonché dalle coeve iniziative internazionali assunte nello specifico dall’UNEP, dall’OCSE e dal G20 a supporto della Finanza sostenibile e dei *green bond*, che diedero un ulteriore, fondamentale impulso allo sviluppo del mercato. Infatti, per effetto del più favorevole scenario politico internazionale, le obbligazioni sostenibili iniziarono ad essere viste non più solamente nel contesto della finanza etica e socialmente responsabile, ma quali strumenti innovativi per finanziare “sfide globali” come la transizione verso lo Sviluppo sostenibile e la lotta al cambiamento climatico, per di più nel quadro di un generale processo di riforma del sistema finanziario globale volto ad allineare quest’ultimo agli obiettivi di Sviluppo sostenibile della Comunità internazionale, anche con riferimento ai 17 SDG. In questo periodo, peraltro, in alcune giurisdizioni furono assunte iniziative assai rilevanti sul punto, che includono la definizione di *roadmap*, *framework* e la creazione di *partnership* per la Finanza sostenibile, la creazione di *standard* relativi ai *green bond* a livello nazionale e regionale, l’istituzione di segmenti *green* e *sustainable* presso taluni mercati regolamentati, nonché le emissioni dei primi *green bond* sovrani. Il mutato approccio da parte soprattutto degli Stati portò ad un significativo aumento della domanda di obbligazioni sostenibili e in particolare dei *green bond*, il cui mercato raggiunse nel 2019 il traguardo di oltre 750 miliardi di dollari di emissioni cumulative, di cui solo 258 in tale anno³¹.

Da ultimo, con lo scoppio della pandemia (2020) il mercato del debito sostenibile è entrato in una quarta fase di “crescita esponenziale”, come meglio descritta nel paragrafo § 13. Al riguardo, occorre premettere che il mercato in parola ha sempre seguito un *pattern* di crescita di tipo esponenziale, rappresentato dagli elevatissimi tassi di crescita annuali del settore; tuttavia, a livello di volumi, è proprio negli anni 2020-2021 che la crescita, già esponenziale, dell’intero mercato dei *bond* sostenibili ha iniziato ad assumere una rilevanza assai significativa a livello di valori assoluti, ponendosi non più come segmento emergente, ma come settore ormai consolidato e imprescindibile, capace di riformare dall’interno l’intero mercato obbligazionario, riducendo progressivamente la quota di mercato occupata dai titoli di debito *unlabeled*. Alla chiusura del 2021, il mercato in esame ha raggiunto la cifra sopra menzionata di ben USD 2.800 miliardi.

³⁰ Dati CBI. Cfr. CBI, *Bonds and Climate Change. The state of the market in 2016, 2017*.

³¹ Dati CBI. Cfr. CBI, *Green Bonds. Global State of the Market 2019, 2020*.

§ 3. I primi *green bond* emessi dalle Banche multilaterali di sviluppo.

Il primo *green bond*, denominato “*Climate Awareness Bond*” (CAB), fu emesso nel 2007 dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) allo scopo di finanziare progetti nel settore dell’energia rinnovabile e dell’efficienza energetica³². Il titolo fu emesso in tutti i 27 Paesi dell’Unione Europea e raccolse sottoscrizioni tra gli investitori istituzionali per complessivi 600 milioni di euro³³. Si trattò del primo *green use-of-proceeds bond*, i cui fondi erano destinati al finanziamento esclusivo, sotto forma di nuovi prestiti, di progetti di energia rinnovabile, come la produzione di energia eolica, idroelettrica, solare e geotermica, e di progetti di efficienza energetica, come il teleriscaldamento, la cogenerazione e l’isolamento degli edifici³⁴. Dal punto di vista finanziario, il titolo, con scadenza a 5 anni, offriva un rendimento sotto forma di un unico pagamento alla scadenza legato a un indice azionario, l’indice “*FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40*”, con un minimo del 5% alla scadenza: si trattava, quindi, di un cosiddetto *equity index-linked bond*³⁵.

La Banca europea per gli investimenti emise ulteriori CAB nel 2009 e nel 2010, nonché, ininterrottamente, dal 2012 ai giorni nostri³⁶. In particolare, le emissioni di *green bond* da parte della Bei aumentarono significativamente nel 2014 e nel 2020. Solo nel 2014, infatti, la Banca emise *green bond* (CAB) per 4,27 miliardi di euro, a fronte dei 3 miliardi emessi complessivamente tra il 2007 e il 2013. Inoltre, mentre tra il 2014 e il 2019 la Banca emise CAB in media per 4 miliardi di euro all’anno, a seguito dello scoppio della pandemia le emissioni di *green bond* crebbero ulteriormente, passando a quasi 7 miliardi nel 2020 e 8 miliardi nel 2021³⁷. Parallelamente, in questi stessi anni la Banca offrì anche *sustainability bond*, denominati “*Sustainability Awareness Bond*” (SAB), per la somma di 3,75 miliardi nel 2020 e 2,6 miliardi nel 2021, allo scopo di finanziare progetti di sostenibilità ambientale

³² Cfr. BEI, Press release 22 May 2007 “*EPOS II - The ‘Climate Awareness Bond’ EIB promotes climate protection via pan-EU public offering*”. Cfr. anche BEI, Info n. 127 (2-2007), pp. 11 ss. Peraltro, il *bond* fu emesso anche per dare seguito al coevo “*Action Plan (2007-2009) Energy Policy For Europe*”, quale strategia energetica comunitaria per la mitigazione del cambiamento climatico. L’*Action Plan* fu adottato dal Consiglio Europeo del 2 Maggio 2007 sulla base della proposta dell’allora Commissione delle Comunità Europee di cui alla Comunicazione ‘*An energy policy for Europe*’ del 10 Gennaio 2007, EU Doc. COM(2007) 1 final.

³³ Cfr. BEI, Evaluation of the EIB’s Climate Awareness Bonds, 2021.

³⁴ Cfr. BEI, Press release 22 May 2007, cit.

³⁵ Cfr. BEI, Press release 22 May 2007, cit.

³⁶ Cfr. Dati BEI. Cfr. la pagina web della BEI <https://www.eib.org/cab/index.htm>. Le *green bond framework* della BEI relative ai CAB sono consultabili sul medesimo sito.

³⁷ Dati BEI. Cfr. <https://www.eib.org/>.

e sociale³⁸. Complessivamente, dal 2007 al 2021, la BEI ha emesso *green bond* (CAB) per oltre 41 miliardi e *sustainability bond* (SAB) per oltre 7 miliardi³⁹.

La BEI svolse un ruolo guida per lo sviluppo del mercato delle obbligazioni sostenibili: infatti, non solo emise in assoluto il primo *green bond*, di fatto creando una nuova *asset class* nel mercato obbligazionario ed alimentando di anno in anno le relative emissioni, ma altresì promosse la trasparenza e le *best practice* nel settore, indicando in apposite *framework* i criteri e i procedimenti per la selezione dei progetti da finanziare tramite CAB e SAB⁴⁰ e pubblicando di volta in volta sia dei *report* periodici sull'effettiva allocazione dei proventi, sia un *impact report* finale per misurare i benefici ambientali e sociali realizzati per effetto dei finanziamenti erogati⁴¹.

L'iniziativa della Banca europea per gli investimenti fu seguita nel 2008 dalla Banca mondiale, che, tramite la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, emise il primo “*World Bank Green Bond*”⁴². Il titolo, denominato in corone svedesi (SEK), raccolse una somma corrispondente a circa 290 milioni di dollari, e fu offerto in sottoscrizione ad un gruppo di investitori scandinavi, i quali a loro volta lo collocarono ad altri investitori tramite propri canali⁴³. I proventi di tale *green bond* erano destinati al finanziamento di progetti climatici; dal punto di vista finanziario, il titolo, della durata di 6 anni, fu concepito come *fixed-income bond*, che prevedeva il pagamento di un interesse annuale pari al +0,25% rispetto al tasso di interesse dei *bond* svedesi⁴⁴.

Da allora, la Banca mondiale, anche tramite l'International Financial Corporation⁴⁵, ha emesso più di 185 *green bond*, in 23 diverse valute, per il controvalore di circa 16 miliardi

³⁸ Dati BEI. Cfr. la pagina web <https://www.eib.org/sab/index.htm>. Le *sustainability bond framework* della Bei relative ai SAB sono consultabili sul medesimo sito.

³⁹ Dati BEI. Cfr. <https://www.eib.org/>.

⁴⁰ V. *supra* note 36 e 38.

⁴¹ *Allocation* e *impact report* sono anch'essi consultabili sul sito della Bei (<https://www.eib.org/>) nelle sezioni dedicate a CAB e SAB.

⁴² Cfr. WORLD BANK, Press release 6 November 2008 “*World Bank and SEB partner with Scandinavian Institutional Investors to Finance Green Projects*”. Peraltro, il *bond* fu emesso in *partnership* con la banca svedese SEB (Skandinaviska Enskilda Banken), per rispondere alla specifica domanda di investimenti per il contrasto al cambiamento climatico da parte di fondi pensione e compagnie assicurative scandinave. Peraltro, l'iniziativa della Banca mondiale era stata assunta a seguito della pubblicazione, quello stesso anno, della “*Strategic Framework for Development and Climate Change*”, finalizzata proprio a stimolare e coordinare l'attività del settore pubblico e privato nel quadro delle politiche per lo sviluppo e di contrasto al cambiamento climatico.

⁴³ Cfr. WORLD BANK, Press release 6 November 2008. Il titolo raccolse la somma di 2,3 miliardi di SEK, corrispondente a 290 milioni di dollari al tasso di conversione vigente al momento dell'emissione (12 Novembre 2008).

⁴⁴ Cfr. WORLD BANK, Press release 6 November 2008, cit.

⁴⁵ Nel 2010, l'IFC emise un *green bond* per il valore di 1 miliardo di dollari. Dal 2010 al 2021, l'IFC ha emesso *green bond* per oltre 10 miliardi di dollari. Cfr. il sito web ufficiale <https://www.ifc.org/>.

di dollari⁴⁶. Come la BEI, anche la Banca mondiale assunse un ruolo guida nel mercato, favorendo tanto la trasparenza, ad esempio tramite la pubblicazione, nel 2018, della guida “*Green Bond Proceeds Management & Reporting*”, finalizzata a promuovere le migliori pratiche e la standardizzazione in materia di gestione e rendicontazione dei proventi per gli emittenti pubblici⁴⁷, quanto l’innovazione, tramite il programma di emissione di *sustainability bonds* per il finanziamento di specifici *Sustainable Development Goals*, denominati “*World Bank Sustainable Development Bond*”⁴⁸.

Sino al 2013, i neonati *green bond* furono emessi pressoché esclusivamente da Banche nazionali e multilaterali di sviluppo⁴⁹. Tra le banche multilaterali, oltre alle due sopra citate, si annoverano come enti emittenti anche la Banca Europea per la ricostruzione e lo sviluppo e l’African Development Bank, l’Asian Development Bank, l’Asian Infrastructure Investment Bank, l’Inter-American Development Bank Group e l’Islamic Development Bank. Dal 2007 al 2021, le Banche multilaterali di sviluppo hanno emesso *bond* sostenibili per oltre USD 144 miliardi, gran parte dei quali per finanziare progetti in Paesi in via di sviluppo⁵⁰.

§ 4. La crescita del mercato: nuovi emittenti, nuovi mercati, nuovi strumenti.

Lo scenario di mercato cambiò significativamente nel 2013, grazie alla combinazione di diversi fattori, quali l’ingresso di nuovi emittenti soprattutto privati, lo sviluppo di nuovi mercati, la creazione di nuove tipologie di *bond* sostenibili e la diffusione a livello internazionale di *standard* di natura volontaria⁵¹. Tali fattori consentirono al mercato di triplicare l’offerta di *green bond* dal 2012 (4,2 miliardi di dollari) al 2013 (14,7 miliardi) e di più che raddoppiarla dal 2013 al 2014 (37,3 miliardi), raggiungendo la cifra di oltre 40

⁴⁶ Dati WB. Cfr. <https://www.worldbank.org/>.

⁴⁷ IBRD, WB, *Green Bond Proceeds Management & Reporting. A World Bank Guide for Green Bond Issuers*, 2018. Come la Bei, anche la Banca mondiale rendiconta periodicamente sull’allocazione dei proventi, nonché sull’impatto ambientale e sociale dei progetti finanziati.

⁴⁸ Le *World Bank Sustainable Development Bond Framework* sono consultabili sul sito della Banca mondiale <https://www.worldbank.org/>.

⁴⁹ Dati CBI. Cfr. CBI, *Bonds & Climate Change 2013*, 2014. Cfr. anche: S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit.; OECD, *Green Bonds*, cit., OECD-ICMA-CBI, *Green Bonds*, cit.; EUROPEAN COMMISSION DIRECTORATE-GENERAL FOR ENVIRONMENT, *Study on the potential of green bond*, cit.

⁵⁰ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit..

⁵¹ S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit., pp. 15 ss. Cfr. anche OECD, *Green bonds*, cit.; OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition for Green Finance*, 2017; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options*, 2016; EUROPEAN COMMISSION DIRECTORATE-GENERAL FOR ENVIRONMENT, *Study on the potential of green bond*, cit.

miliardi di dollari emessi durante il 2015⁵². Dal 2012 al 2015, dunque, le dimensioni del mercato si sono più che decuplicate.

In primo luogo, fu assai significativo l'ingresso nel mercato di nuovi soggetti pubblici e privati in qualità di enti emittenti: amministrazioni locali ed enti governativi, da un lato; società private, finanziarie e non finanziarie, dall'altro.

Nello specifico, i primi “*municipal green bond*” (*green bond* emessi da amministrazioni locali – sulla classificazione delle varie tipologie di *green bond* v. *infra* Capitolo IV, § 4) furono emessi nel 2012 dall'Île-de-France (Francia), nonché, nel 2013, dallo Stato del Massachusetts (USA) e dalla Città di Gothenborg (Svezia)⁵³, allo scopo di finanziare specifici progetti eco-sostenibili a livello locale⁵⁴. Ciò rappresentò un'importantissima novità nel settore, che aprì la strada per l'ingresso nel mercato, negli anni successivi, anche di enti governativi e Stati sovrani⁵⁵.

Sempre nel 2013, inoltre, furono emessi i primi *green bond* da parte di società private⁵⁶. Precisamente, nel Novembre 2013 la Bank of America Merrill Lynch emise il primo “*financial sector green bond*” (*green bond* emessi da istituzioni bancarie o finanziarie) per finanziare progetti di energia rinnovabile ed efficienza energetica attraverso prestiti e linee di credito alle imprese⁵⁷, mentre la società svedese Vasakronan (operante nel settore immobiliare), seguita dalla società francese Électricité de France (operante nel campo dell'energia elettrica), inaugurarono i primi “*corporate green bond*” (*green bond* emessi da società non finanziarie) per finanziare, rispettivamente, progetti di efficienza energetica e progetti di energia rinnovabile⁵⁸. L'ingresso degli attori privati trasformò profondamente il mercato, dando un nuovo impulso alla sua espansione in tutto il Mondo proprio a partire dagli anni 2013-2014⁵⁹.

⁵² Dati CBI. Cfr. l'Interactive Data Platform disponibile al sito web <https://www.climatebonds.net/>.

⁵³ Cfr. BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook 2014. Blooming with new varieties*; OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, cit., p. 34.

⁵⁴ Peraltro, le emissioni di *municipal green bonds* furono in seguito agevolate dalla pubblicazione, nel 2015, di un'apposita guida da parte di un gruppo di soggetti a tal fine costituito e coordinato dalla Climate Bonds Initiative. Cfr. GREEN CITY BONDS COALITION, *How to Issue a Green Muni Bond. The Green Muni Bonds Playbook*, 2018.

⁵⁵ Il primo Stato ad emettere un *green bond* sovrano fu la Polonia nel 2016. V. *infra* § 11.

⁵⁶ Cfr. BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook 2014. Blooming with new varieties*; OECD, *Green bonds*, cit., p. 13; S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit., pp. 15 ss.

⁵⁷ Si trattò in assoluto del primo *green bond* emesso da una società privata. Il *bond* che raccolse la somma di 500 milioni di dollari. Dati BLOOMBERG e OECD. Cfr. BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook 2014*, cit.; OECD, *Green Bond*, cit., p. 13.

⁵⁸ Cfr. BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook 2014*, cit., p. 7.

⁵⁹ Cfr. BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook 2014*, cit.; OECD, *Green bonds*, cit.; S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit., pp. 15 ss.

In secondo luogo, tanto la domanda quanto l'offerta di *green bond* iniziarono ad estendersi in numerose giurisdizioni, coinvolgendo non solo i Paesi sviluppati ma anche quelli in via di sviluppo⁶⁰. In questa fase di crescita del mercato, mentre l'offerta fu sostenuta dall'ingresso dei menzionati soggetti pubblici e privati come enti emittenti, la domanda fu alimentata soprattutto da fondi pensione, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento determinati ad investire in progetti di Sviluppo sostenibile⁶¹. Inoltre, ad agevolare l'incontro tra domanda e offerta, sin dal 2014 alcuni attori finanziari iniziarono ad elaborare specifici indici per i *green bond*⁶², in cui solo titoli con predeterminate caratteristiche e *performance* ambientali potevano essere inclusi, secondo le specifiche definite da ciascun *index provider*⁶³. I *green bond* cominciarono così ad essere rapidamente emessi ed acquistati in tutto il Mondo: non solo Stati Uniti, Canada e Unione Europea, come nei primi anni, ma anche Sud America e Asia (in particolare la Cina) e, in seguito, Africa e Oceania⁶⁴. Di conseguenza, il mercato dei *green bond* assunse i connotati propri di un mercato a tutti gli effetti internazionale.

⁶⁰ Le emissioni di *green bond* nei Paesi emergenti passarono da circa 800 milioni di dollari nel 2014 a 3,7 miliardi nel 2015 a ben 26,5 nel 2016, sino ad arrivare alla somma di 58,4 miliardi nel 2019 (Dati CBI). Al riguardo, sono assai numerosi i *report* e i *paper* in merito all'opportunità e alle modalità con cui è possibile scalare il mercato dei *green bond* e delle obbligazioni sostenibili nei Paesi in via di sviluppo: cfr. F. DEMBELE, R. SCHWARZ, P. HORROCKS, *Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries*, OECD Publishing, Paris, 2021.

⁶¹ Cfr. S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit., pp. 4-5.

⁶² In particolare, tra il 2014 e il 2015 furono costituiti i seguenti indici per i *green bond*, con diverse caratteristiche: Solactive (indice basato sulla tassonomia della CBI), S&P Dow Jones (due diversi indici, di cui l'uno basato sulla tassonomia della CBI, l'altro composto da *bond* climatici *unlabeled*), Barclays & MSCI (indice basato sulla tassonomia della CBI che include sia i *labeled* che gli *unlabeled green bond*), Bank of America Merrill Lynch (indice basato su una tassonomia di investimenti *green* elaborata da Bloomberg). Cfr. OECD, i, cit., p. 6; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit., p. 26; OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, Green Finance and Investment*, 2017, p. 30.

⁶³ Così facendo, tali indici hanno influenzato lo sviluppo del mercato, ponendo precisi seppur divesi criteri di inclusione ed esclusione per i *green bond* a disposizione di enti emittenti e investitori. Per tale ragione, è stato sovente enfatizzato il ruolo giocato dagli indici nella *governance* del mercato, soprattutto nella fase iniziale del suo sviluppo, e quindi la funzione di regolamentazione informale portata ai criteri e alle metodologie scelte dai vari *index providers*. Sul punto, cfr. S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit., pp. 26 ss.: “*The green bond market features various indices, which constitute a form of informational regulation. Informational regulation uses the disclosure of firm-specific information as a means to influence market decisions by consumers and producers. Disclosure-based mechanisms may include reporting frameworks, labeling, and ranking/awards. (...) They help fill informational gaps and uncertainties by reducing barriers to information flows (...) The prescriptive authority of indices relies on the possibility that non-compliant bonds may be excluded or removed. Generally, the composition of green bond indices is evaluated on a monthly basis. As the green bond market grows, this power of revocation is increasingly significant as institutional investors are often required to invest exclusively in “benchmark-eligible” securities. (...) As the green bond market expands to attract more institutional investors, index providers serve as de facto gatekeepers. Gatekeepers are reputational intermediaries between the firm and investors that verify and certify the veracity of information provided by corporations to the financial markets*”.

⁶⁴ Dati CBI. Cfr. l'Interactive Data Platform disponibile al sito web <https://www.climatebonds.net/>.

In terzo luogo, l'innovazione finanziaria favorì la creazione di nuove tipologie di *green bond* oltre agli *standard use-of-proceeds*, tra cui i *revenue bonds*, gli *asset-backed security bond*, *project bond*, *covered bond*, ecc., i quali si distinguono per le caratteristiche finanziarie e strutturali⁶⁵. Ad esempio, nel 2013 SolarCity (ora Tesla Energy) emise un *asset-backed security* denominato “*solar ABS*”, ponendo come collaterale un insieme di contratti relativi alla produzione di energia elettrica proveniente da pannelli solari precedentemente installati dalla stessa società emittente presso numerosi edifici residenziali e industriali⁶⁶. Ancora, nel 2014 Toyota emise un *asset-backed security bond*, in cui, da un lato, il capitale raccolto era vincolato a investimenti per la produzione di veicoli elettrici e ibridi, dall'altro, la sua restituzione era garantita dai proventi derivanti da contratti di noleggio e di prestito stipulati dall'emittente relativi a veicoli a benzina e a gasolio⁶⁷. Da qui ebbe origine una profonda ondata di innovazione che portò anche alla nascita di nuovi e diversi strumenti.

§ 5. Lo sviluppo degli *standard*: il Climate Bonds Standard e i Green Bond Principles.

Dal punto di vista normativo, l'espansione del mercato dei *green bond* fu favorita, innanzitutto, dallo sviluppo di *standard* volontari di fonte privata. Sino a tale momento, infatti, non vi erano regole formali alle quali sia gli enti emittenti che gli investitori potessero fare riferimento, ma solo prassi di mercato per lo più riferibili alle menzionate banche multilaterali di sviluppo, le quali, notoriamente, oltre ad avere come mandato quelli di finanziare progetti di sviluppo, hanno, rispetto alle imprese private, processi più trasparenti e requisiti più stringenti in merito alla gestione e alla rendicontazione pubblica dei fondi. Con l'ingresso del settore privato nel mercato, la formalizzazione delle regole e la standardizzazione dei processi di emissione risultava indispensabile. Nel silenzio dei regolatori pubblici, la domanda di regolamentazione fu intercettata da due soggetti privati: la Climate Bonds Initiative (CBI) e l'International Capital Market Association (ICMA), che emanarono, rispettivamente, il *Climate Bonds Standard* e i *Green Bond Principles*.

⁶⁵ Sul punto, v. *infra* Capitolo IV, § 3.

⁶⁶ Cfr. BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook*, cit., per una dettagliata analisi del prodotto offerto da SolarCity e del mercato delle “*solar securitization*” inaugurato da tale iniziativa.

⁶⁷ Cfr. OECD, *Green bonds*, cit., p. 13; BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook*, cit., p. 2.

Nel 2011, la CLIMATE BONDS INITIATIVE, un'organizzazione internazionale senza scopo di lucro costituita nel 2009 con la missione esclusiva di mobilitare il mercato obbligazionario internazionale per la soluzione dei problemi legati ai cambiamenti climatici⁶⁸, pubblicò il primo *private standard* in materia di *green bond*⁶⁹. Il *Climate Bonds Standard and Certification Scheme* (CBS)⁷⁰, focalizzato sugli aspetti di sostenibilità climatica, fu concepito: da un lato, come “*screening tool*” utile agli investitori e ai governi al fine di individuare, grazie ad un'apposita tassonomia di investimenti sostenibili, quegli investimenti che avrebbero potuto comportare effettivi benefici dal punto di vista climatico⁷¹; dall'altro lato, come *standard* per l'emissione e la certificazione dei *green bond*, che consente agli emittenti di ottenere un certificato, recante il marchio della CBI come ente certificatore, da utilizzare a fini commerciali quale prova di integrità e trasparenza del prodotto offerto.

Il CBS, che è stato da ultimo aggiornato nel 2020, stabilisce precisi requisiti per l'emissione e la certificazione dei “*climate bond*” (*green bond* che realizzano benefici dal punto di vista climatico)⁷², nonché per altre tipologie di strumento di debito diversi da *bond* e *loans*⁷³. In particolare, il CBS prevede che, prima dell'emissione del titolo, tutte le informazioni relative alle sue caratteristiche “*green*” siano indicate dall'ente emittente in un documento chiamato “*green bond framework*”, il quale deve specificare: (i) gli obiettivi di sostenibilità climatico-ambientale dei progetti da finanziare; (ii) i criteri di selezione dei progetti; (iii) le modalità e le procedure di gestione e allocazione dei fondi; nonché (iv) gli impegni di periodica rendicontazione sull'effettivo utilizzo dei proventi. Il CBS fornisce,

⁶⁸ La CBI ha sede a Londra ed ha assunto un ruolo guida a livello internazionale in materia di debito sostenibile, per quanto riguarda specificamente le questioni di carattere climatico (www.climatebonds.net). Cfr. *Climate Bonds Standard*, p. 1: “*The Climate Bonds Initiative is an international investor-focused not-for-profit organisation. It was founded in 2010 to promote large-scale investments that will deliver a low-carbon and climate-resilient global economy. Climate Bonds seeks to mobilise investors, industry and government to catalyse green investments at the speed and scale required to avoid dangerous climate change and meet the goals of the Paris Climate Agreement*”. Per una panoramica sulle iniziative assunte dalla CBI, cfr. Appendice III, punto II.

⁶⁹ Cfr. CBI, Press release 23 November 2011. Lo *standard* fu pubblicato all'esito di un periodo di consultazione pubblica di sei mesi, sulla base del lavoro svolto da esperti del settore tra cui l'International Finance Corporation, Standard & Poor's, Aviva Investors e KPMG (*Ivi*).

⁷⁰ Cfr. CBI, *Climate Bonds Standard and Certification Scheme. Version 3.0*; in breve: *Climate Bonds Standard* o CBS. Le precedenti versioni del risalgono al 2011 (Version 1.0), 2015 (Version 2.0) e 2017 (Version 2.1). Ulteriori aggiornamenti sono attesi per la fine del 2022.

⁷¹ Cfr. CBI, Press release 23 November 2011.

⁷² I *climate bond* sono pacificamente considerati come una sottocategoria dei *green bond* ovvero anche come sinonimo stesso di *green bond*.

⁷³ I principali strumenti di debito per i quali è possibile ottenere la certificazione sono descritti nell'*Annex I* dello *standard* e includono, oltre alle varie tipologie di *bond* e *loans*, anche *sukuk*, *schuldschein*, *loan facilities*, *revolving credit facilities*, *commercial papers*, *green bond funds*, *green deposits*. Sul punto, v. *infra* Capitolo IV, § 1 e § 4.

inoltre, un'apposita tassonomia di progetti climatici “*allineati agli Accordi di Parigi*”⁷⁴, a cui l'emittente che voglia ottenere la certificazione deve fare puntuale riferimento⁷⁵.

Il CBS stabilisce, altresì, un procedimento di certificazione che prevede un duplice controllo di *compliance* circa la corretta applicazione dello *standard*. Tale controllo viene effettuato dal Climate Bonds Standard Board, sia prima, sia dopo l'emissione del *bond*, sulla base di appositi *assessment* svolti, su richiesta dell'emittente, da revisori esterni specializzati in tali tipi di valutazioni e previamente accreditati dallo stesso Board⁷⁶. Il primo controllo viene svolto prima dell'emissione del *bond* e ha ad oggetto la conformità della *green bond framework*; il secondo, successivo all'emissione, ha ad oggetto la verifica circa l'effettiva e corretta allocazione dei proventi, sulla base dei *report* periodici che, ai sensi del CBS, l'ente emittente è tenuto a pubblicare⁷⁷.

A tutt'oggi, il CBS rappresenta lo *standard* più rigoroso in materia di *green bond*⁷⁸ ed è pienamente allineato ai meno stringenti, ma assai più diffusi Green Bond Principles⁷⁹. Per tale ragione, la certificazione conferita ai sensi del CBS rappresenta, altresì, una forma di *external review* relativamente all'applicazione degli stessi Green Bond Principles, che sono interamente incorporati nel CBS⁸⁰. Dal 2011 al 2021, sono stati certificati dalla CBI *green bonds* per oltre 200 miliardi di dollari, emessi da oltre 220 emittenti in più di 40 Paesi⁸¹.

Nel 2014, fu poi pubblicato un secondo *private standard*, i *Green Bond Principles* (GBP)⁸², da parte dell'INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA),

⁷⁴ CBI, *Climate Bonds Taxonomy*, 2021. Tale Taxonomy consiste in un documento separato, ma richiamato dallo standard. Cfr. p. 1: “*The Climate Bonds Taxonomy identifies the assets, activities and projects needed to deliver a low carbon economy. Consistent with the 2 goals of the Paris Agreement. It has been developed based on the latest climate science (..) It can be used by any entity looking to identify which assets and activities, and associated financial instruments, are compatible with a trajectory to net zero by 2050. (..) The Taxonomy is the foundation used by the Climate Bonds Initiative to screen bonds to determine whether assets or projects underlying an investment are eligible for green or climate finance*”. Essa si articola in otto macro-categorie (energia, trasporti, acqua, edifici, utilizzazione del suolo e delle risorse marine, produzione industriale, rifiuti, tecnologia) e utilizza un “*traffic light system*” per rendere immediatamente evidente la compatibilità di ciascuna sotto-categoria di progetti con gli obiettivi climatici di cui all'Accordo di Parigi.

⁷⁵ Cfr. Climate Bonds Standard, clausola 9.1: “*Nominated Projects & Assets, as identified by the Issuer (..) shall fall into one or more of the investment areas listed as included in the Climate Bonds Taxonomy*”).

⁷⁶ Il procedimento di certificazione del CBS sarà più analiticamente analizzato al Capitolo VI.

⁷⁷ La certificazione copre dunque l'intero ciclo vita del *green bond*, dalla verifica della *framework* prima dell'emissione alla successiva *review* dei *report* sull'allocazione effettiva dei proventi.

⁷⁸ Cfr. S.K. PARK, *Investors as Regulators*, cit.

⁷⁹ Cfr. Climate Bonds Standard, in particolare p. 3: “*The Climate Bonds Standard & Certification Scheme builds on the broad integrity principles contained in the Green Bond Principles to create a robust, flexible and effective certification system. Key features include: Full alignment with the Green Bond Principles, Green Loan Principles, the proposed EU Green Bond Standard, ASEAN Green Bond Standards, Japan's Green Bond Guidelines and India's Disclosure & Listing Requirements for Green Bonds*”.

⁸⁰ Così come degli altri *standard* eventualmente incorporati o comunque allineati al CBS: vedi nota precedente.

⁸¹ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit.

⁸² ICMA, *Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*; in breve: Green Bond Principles o GBP. Le precedenti versioni dei GBP risalgono al 2014, al 2017, al 2018 e al 2021.

un'associazione di categoria che rappresenta ad oggi più di 600 istituzioni finanziarie in tutto il Mondo⁸³. I GBP, aggiornati da ultimo nel 2021, forniscono linee-guida volontarie per l'emissione dei *green bond* incentrate su trasparenza, *disclosure* e *reporting*.

I GBP si articolano in quattro “*core components*”, che disciplinano: (i) l'utilizzo dei proventi, da destinare esclusivamente al finanziamento di ben identificati “*green projects*”; (ii) il processo di valutazione e selezione dei progetti; (iii) la gestione dei proventi, che devono essere opportunamente tracciati dall'emittente; (iv) la periodica rendicontazione sull'utilizzo dei proventi, fino al completo esaurimento della provvista⁸⁴. Come i CBS, anche i GBP richiedono che tali informazioni siano specificate nella *green bond framework*; a differenza dei primi, però, questi ultimi non stabiliscono alcun meccanismo di verifica della *compliance*, ma si limitano a raccomandare agli emittenti di richiedere a soggetti terzi specializzati un'*external review* come prova della corretta applicazione degli *standard*, sia prima, sia (a partire dall'aggiornamento del 2021) dopo dell'emissione dello strumento⁸⁵. Infine, i GBP stabiliscono anch'essi una tassonomia di progetti ecosostenibili, più generica e molto meno dettagliata di quella del CBS, che peraltro ha ad oggetto solo progetti climatici⁸⁶.

I GBP sono applicati dalla quasi totalità degli attori del mercato (oltre il 95% nel 2020 e nel 2021, secondo le stime dell'ICMA)⁸⁷ e rappresentano, quindi, la disciplina comune di riferimento a livello internazionale⁸⁸. Inoltre, i GBP sono spesso utilizzati come modello

⁸³ L'ICMA è un'associazione *not-for-profit* di diritto svizzero con sede a Zurigo, composta da oltre 600 società in più di 65 giurisdizioni che operano a vario titolo in tutti i segmenti dei mercati internazionali del debito, quali enti emittenti del settore pubblico e privato, banche e commercianti di valori mobiliari, *asset manager*, *fund manager* e altri investitori, compagnie assicurative, *infrastructure providers* dei mercati di capitali, banche centrali, studi legali e altri. Lo scopo dell'associazione è di promuovere buone relazioni tra i suoi membri e fornire un punto di incontro per l'esame e la discussione congiunta delle questioni relative ai mercati internazionali dei capitali e dei valori mobiliari e per emanare regole e formulare raccomandazioni che disciplinano le loro operazioni, nonché di fornire servizi e assistenza ai partecipanti ai mercati finanziari internazionali (www.icmagroup.org). L'ICMA ha assunto un ruolo guida a livello internazionale in materia di obbligazioni sostenibili e finanza sostenibile, elaborando *standard*, linee-guida raccomandazioni e altri documenti e progetti rilevanti per lo sviluppo del settore. Per una panoramica delle iniziative assunte sul punto, cfr. Appendice III, punto I.

⁸⁴ Sul punto, v. Capitolo IV per un'analisi più approfondita.

⁸⁵ Cfr. Green Bond Principles, p. 7: “*It is recommended that issuers appoint (an) external review provider(s) to assess through a pre-issuance external review the alignment of their Green Bond (...) with the four core components of the GBP (...) Post issuance, it is recommended that an issuer's management of proceeds be supplemented by the use of an external auditor, or other third party, to verify the internal tracking and the allocation of funds from the Green Bond proceeds to eligible Green Projects*”. Cfr. le differenze tra le edizioni 2018 e 2021 dei GBP.

⁸⁶ In merito all'analisi e alla comparazione tra le due tassonomie v. *infra* Capitolo IV, § 2.

⁸⁷ Cfr. ICMA, *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2020*, cit. e ID., *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2021*, cit., secondo cui i *bond* sostenibili emessi nel 2021 e nel 2020 basati sugli *standard* dell'ICMA rappresentano, a livello di valore, oltre il 95% del mercato mondiale.

⁸⁸ Cfr., in particolare, OECD, *Mobilising Bond Markets*, cit., p. 26: “*The GBP (...) have achieved broad market acceptance as well as growing recognition by policy makers and regulators*”; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*,

normativo dai regolatori pubblici per lo sviluppo di *standard* locali⁸⁹, nonché sono sovente richiamati nei regolamenti che disciplinano il *listing* dei *green bond* all'interno di segmenti *green* o *sustainable* dei mercati regolamentati⁹⁰.

Forte del successo dei GBP, l'ICMA pubblicò in seguito analoghi *standard* relativi ai *social bond*, *sustainability bond* e *sustainability-linked bond*⁹¹, nonché linee-guida per lo svolgimento delle *external review*⁹² e per l'*impact reporting*⁹³ e, ancora, ulteriori documenti in materia di finanza per il clima, emergendo, dunque, come principale *standard-setter* per l'intero mercato delle obbligazioni sostenibili⁹⁴.

§ 6. La prassi dell'*external review*.

Per definizione, i *Green Bond Principles*, come gli altri *standard* volontari, non possono essere coattivamente applicati, in assenza di una norma che ne imponga il rispetto e che stabilisca una vera e propria sanzione in caso di violazione. Come si dirà meglio nel prosieguo della trattazione⁹⁵, ad oggi, in poche giurisdizioni esiste una qualche forma istituzionalizzata di supervisione e controllo su di essi. Inoltre, di regola, gli emittenti non sono soliti inserire nei termini contrattuali relativi ai singoli *bond* l'obbligo di conformarsi agli *standard* ovvero di dare esatta esecuzione alla *framework*⁹⁶. Di conseguenza, esiste un evidente vuoto di *enforcement* per quanto riguarda tutti gli *standard* in materia di strumenti di debito sostenibile.

cit., p. 4: “*The GBP have achieved broad market acceptance and legitimacy, as well as growing official recognition by policy makers and regulators*”; ASEAN CAPITAL MARKET FORUM, *ASEAN Green Bond Standards*, p. 3: “*The ACMF has developed the ASEAN Green Bond Standards (ASEAN GBS) based on the International Capital Market Association (ICMA)’s Green Bond Principles (GBP) as they are internationally accepted and widely used for the development of national green bond guidelines or standards issued globally*”; SUSTAINABLE BANKING NETWORK, *Creating Green Bond Markets. Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets*, 2018, p. 11: “*At the international level, the Green Bond Principles (GBP) have become the main point of reference for green bond issuance*”.²

⁸⁹ Cfr. OECD, *Mobilising Bond Markets*, cit., p. 26.

⁹⁰ V. *infra* § 10.

⁹¹ Cfr. ICMA, *Social Bond Principles*, 2022; ID. *Sustainability Bond Guidelines*, 2022; ID., *Sustainability-Linked Bond Principles*, 2018; v. anche: ID., *Guidance Handbook*, 2021. V. *infra*, rispettivamente, Capitolo IV, § 5 e § 6, nonché cfr. Appendice III, punto I.

⁹² Cfr. ICMA, *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*.

⁹³ ICMA, *Handbook. Harmonised Framework for Impact Reporting*, 2021.

⁹⁴ V. *infra* Capitolo V.

⁹⁵ V. *infra* Capitolo VI.

⁹⁶ Su tale punto cfr. in particolare M. DORAN, J. TANNER, *Critical challenges facing the green bond market*, cit., con specifico riferimento al mercato dei *green bond*: “*the green bond market has developed in such a way that none of the above product-critical elements [le four core principles dei GBP] confer actionable rights on bondholders*”.

Per tentare di ovviare a tale problema, tra gli emittenti ha iniziato a diffondersi la prassi di richiedere appositi controlli di *compliance*, denominati *external review*, a soggetti terzi indipendenti, per verificare il rispetto degli *standard* applicati a garanzia della trasparenza e dell'integrità del *bond* emesso e, quindi, dell'intero settore. Le *external review* possono essere definite come valutazioni di *compliance* espresse da terze parti specializzate e indipendenti sull'integrità di un *bond* o di un *loan* sostenibile rispetto a determinati *standard* rilevanti. Col tempo, nella prassi di mercato sono emerse distintamente le seguenti quattro forme di *external review*, che saranno più diffusamente analizzate *infra* Capitolo VI, § 2 e § 3: Certificazioni, *Second-Party Opinion*, *Third-Party Assurance* e *Rating*.

Le Certificazioni, come la certificazione stabilita dal CBS per i *green bond* climatici, rappresentano la forma più stringente di *external review*, in quanto prevedono, tipicamente, che le valutazioni di *compliance* siano svolte sia prima sia dopo l'emissione del *bond* da un soggetto terzo, indipendente e imparziale, sotto la supervisione di un organo certificatore che verifica il regolare svolgimento del procedimento di *review* ed emette il relativo certificato in favore dell'ente emittente.

Le *Second-Party Opinion*, che sono la forma di *external review* largamente prevalente all'interno del mercato, consistono in valutazioni, fornite da soggetti terzi con competenze nel settore ESG, sulla conformità della *framework* agli *standard* applicati e sono espresse all'esito di un'attenta e dettagliata analisi sull'effettiva sostenibilità dei singoli progetti che l'emittente intende finanziare.

Le *Third-Party Assurance* consistono, invece, in dichiarazioni di *compliance* rispetto a determinati criteri e *standard*, che vengono espresse, in termini negativi, da una società di consulenza o revisione contabile.

I *Rating*, infine, sono valutazioni numeriche sul livello sostenibilità di un *bond* sostenibile e sono fornite da agenzie di *credit rating* o *ESG rating* sulla base di *benchmark*, metodologie, metriche e dati specifici.

Ad oggi, l'*external review* rappresenta l'unico strumento con cui è possibile verificare l'effettiva applicazione degli *standard* da parte degli emittenti. Tuttavia, il ricorso all'*external review*, quanto meno prima dell'emissione, è divenuto una comune prassi di mercato, in quanto condivisa da un'ampissima maggioranza degli enti emittenti in tutto il Mondo, pari, secondo i dati CBI e con riferimento ai *green bond*, a ben oltre il 90% (per volume) a partire dal 2018, diventando di fatto un requisito indispensabile per entrare in

modo credibile nel mercato⁹⁷. Dal 2018 al 2021, peraltro, è significativamente diminuita la quota del mercato delle *external review* occupata da *Rating* e *pre-issuance Verification*, mentre è notevolmente aumentata quella relativa alla *Second-Party Opinion*, che è cresciuta del 20% nel 2021, anche per effetto dell'uscita dal mercato dei *Green Bond Rating* da parte di Moody's, che è entrata in quello delle *Second-Party Opinion*, tramite l'acquisizione della società di *review* Vigeo Eiris⁹⁸. Secondo la CBI nel 2021, su di un totale di 2.089 *green bond* emessi in tutto il Mondo, ben 1.500 (72%) hanno ricevuto una *Second-Party Opinion*⁹⁹.

Le problematiche giuridiche sottese all'*external review* saranno analizzate nel Capitolo VI. Per il momento, è importante sottolineare: da un lato, che il mercato globale dei *green bond* e degli altri *bond* tematici si è sviluppato sui menzionati *standard* privati volontari e sull'*external review* come strumento anch'esso volontario di verifica della *compliance*; dall'altro, e di conseguenza, che l'espansione del mercato ha portato, tramite l'aumento della domanda di *external review*, all'emersione a livello globale di una vera e propria infrastruttura giuridica privatizzata e decentralizzata, composta da un gran numero di attori privati che verificano la corretta applicazione degli *standard* in materia di strumenti di debito sostenibile, proprio tramite la prestazione di specifici servizi di *external review*. Il ruolo di tali soggetti nella *governance* del mercato è notevolmente cresciuto nel tempo e si è, ormai, ampiamente consolidato¹⁰⁰. Tuttavia, la mancanza di supervisione e controllo sull'attività da essi svolta si pone come uno dei principali *vulnus* che caratterizza la disciplina dell'intero settore del debito sostenibile.

§ 7. Il supporto della *governance* internazionale allo sviluppo del mercato.

Lo sviluppo del mercato è stato ampiamente supportato a livello internazionale soprattutto a seguito dell'adozione, nel 2015, dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile

⁹⁷ Dati CBI. Il volume di *green bond* che hanno ricevuto almeno un'*external review* è pari al 89% nel 2018, 86% nel 2019, 89% nel 2020 e 86% nel 2021. Cfr. CBI, *Green Bonds. State of the Market 2018*, cit., p. 8; CBI, *Green Bonds. Global State of the Market 2019*, cit., p. 13; CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020*, cit., p. 10; CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 13.

⁹⁸ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 13.

⁹⁹ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 13.

¹⁰⁰ In particolare, ciò si è verificato non solo perché ad essi si sono spontaneamente rivolti un sempre maggior numero di emittenti in tutto il Mondo, al fine di dare ai propri investitori la prova della corretta applicazione degli *standard*, ma anche perché l'*external review* è stato legittimato come strumento di verifica della *compliance*, oltre che dai menzionati *private standard*, anche dalla *soft-law* elaborata per supportare la crescita di taluni mercati nazionali, nonché dalle normative applicabili ai segmenti *green* e *sustainable* istituiti presso taluni mercati regolamentati..

e dell'Accordo di Parigi sul clima, che diedero un decisivo impulso al fenomeno della Finanza Sostenibile e al dibattito sulle riforme necessarie per allineare i mercati finanziari internazionali agli obiettivi di Sviluppo sostenibile.

Ancorché non si rinvenga alcuno specifico riferimento nell'Agenda 2030 e nell'Addis Ababa Action Agenda, il ruolo dei *green bond* e degli strumenti di debito sostenibile per la transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile è ampiamente riconosciuto da Stati e Organizzazioni internazionali, nonché dagli attori privati¹⁰¹. Ad oggi, l'Inter-agency task Force on Financing for Development delle Nazioni Unite include gli strumenti di debito sostenibile tra le innovazioni rilevanti nel quadro dei “*means of implementation*” dell'Addis Ababa Action Agenda, segnatamente nell'Action Area B) “*Domestic and International Private Business and Finance*”¹⁰².

In tale contesto, appare particolarmente significativo il Comunicato degli Stati del G20, all'esito del Vertice del 2016, secondo cui “*Noi, Leaders del G20 (...) Riconosciamo che, al fine di promuovere una crescita sostenibile dal punto di vista ambientale a livello globale, è necessario scalare i finanziamenti verso attività ecosostenibili. (...) Riteniamo che potrebbero essere compiuti sforzi per fornire chiari segnali politici strategici e cornici regolatorie, promuovere principi volontari per la finanza green, (...) sostenere lo sviluppo dei mercati locali dei green bond, promuovere la collaborazione internazionale per facilitare gli investimenti transfrontalieri in green bond*”¹⁰³. Senza dubbio, tale dichiarazione del G20 agevolò l'ulteriore crescita del mercato negli anni seguenti, stimolando in tutto il Mondo l'interesse di investitori, enti emittenti e istituzioni verso gli strumenti di Finanza sostenibile e i *green bond*, favorendo la nascita di numerose iniziative rilevanti¹⁰⁴. Peraltro,

¹⁰¹ A livello internazionale, tra i primi riconoscimenti formali si colloca il seguente *report* delle Nazioni Unite: NAZIONI UNITE, *Trends in Private Sector Climate Finance. Report Prepared by The Climate Change Support Team of the United Nations Secretary-General on the Progress Made Since the 2014 Climate Summit*; cfr. in particolare p. 22: “*The emergence of green bonds represents one of the most significant developments in the financing of low-carbon, climate-resilient investment opportunities. Green bonds offer an attractive way to access institutional investor capital as the risk and returns of the bonds are typically determined by the issuer's full balance sheet, not just the green assets. Essentially, the treasuries of issuing companies have been providing the risk-bridge needed to get green projects and assets to an investment-grade rating that meets the need of institutional investors*”.

¹⁰² Cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the Inter-agency task Force on Financing for Development. Financing for Sustainable Development Report 2022*, cit.

¹⁰³ Cfr. G20, *2016 Hangzhou G20 Leaders' Communiqué*, cit. punto 21 “*We recognize that, in order to support environmentally sustainable growth globally, it is necessary to scale up green financing (...) We believe efforts could be made to provide clear strategic policy signals and frameworks, promote voluntary principles for green finance, (...) support the development of local green bond markets, promote international collaboration to facilitate cross-border investment in green bonds*”.

¹⁰⁴ Le iniziative sul punto proliferarono e, ove già esistenti, accelerarono significativamente proprio a seguito dell'Agenda 2030, dell'Accordo di Parigi e del Vertice G20 del 2016. Cfr. ICMA, *Sustainable finance. Compendium of international policy initiatives & best market practice*, 2020.

le citate raccomandazioni furono adottate basandosi su di un rilevante *report* in materia di “*green finance*”, che era stato commissionato dal G20 a un gruppo di esperti con l’obiettivo di individuare le barriere esistenti e le opzioni politiche per scalare gli investimenti sostenibili a livello nazionale e internazionale¹⁰⁵. Tale documento comprendeva, altresì, quale *input paper*, uno specifico *report* sui *green bond* predisposto congiuntamente dall’OCSE, dall’ICMA e dalla CBI, che evidenziava le potenzialità del mercato e gli spazi per possibili interventi politici a supporto¹⁰⁶.

Nello scenario descritto, l’attività di *standard-setting* svolta dalla CBI e dall’ICMA fu supportata non solo dagli attori economici, ma anche da Stati, Organizzazioni internazionali e regolatori pubblici. Da un lato, infatti, vari documenti e *report* relativi al mercato emergente dei *green bond*, come quello appena citato, prodotti da Organizzazioni internazionali come l’UNEP e l’OCSE rilevarono la necessità di standardizzare a livello internazionale le migliori prassi di mercato e commentarono positivamente l’attività a tal fine condotta dalla CBI e dall’ICMA¹⁰⁷. Dall’altro lato, taluni Stati e *policy-makers* nazionali e regionali non solo riconobbero espressamente l’importanza di tali *private standards*¹⁰⁸, ma incentivarono altresì la collaborazione con l’ICMA e la CBI per la realizzazione di linee-guida e *standard* volontari per supportare la crescita dei *green bond* a livello locale, avviando percorsi di *rule-making* collaborativo con attori e *standard-setter* privati¹⁰⁹.

Nel quadro di tale dibattito su Finanza sostenibile e *green bond*, l’Unione Europea svolse da subito un ruolo guida a livello internazionale¹¹⁰, proponendo la creazione di una

¹⁰⁵ Cfr. G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green Finance Synthesis Report 2017*, cit. Analogo *report* fu commissionato l’anno seguente (cfr. G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green Finance Synthesis Report 2017*), mentre nel 2018 il gruppo di studio fu rinominato in “G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP”, che pubblicò il *Sustainable Finance Synthesis Report*, a sottolineare il più ampio campo di indagine. Il gruppo è stato ricostituito poi nel 2021, sotto la Presidenza italiana del Vertice, e ribattezzato “G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP” (cfr. G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *2021 Synthesis Report*, cit.).

¹⁰⁶ Cfr. OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit.

¹⁰⁷ Cfr. OECD, *Green Bonds*, cit., p. 6; OECD, *Mobilising Bond Markets*, cit.; UNEP, CBI, *Scaling Up Green Bond Markets for Sustainable Development: An Executive Briefing For The Public Sector To Stimulate Private Sector Market Development For Green Bonds*, 2015; UNEP, CBI, WB, *Scaling Up Green Bond Markets For Sustainable Development: A Strategic Guide For The Public Sector To Stimulate Private Sector Market Development For Green Bonds. Consultation Paper*, 2015; cfr. anche G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green Finance Synthesis Report*, cit., e OECD-ICMA-CBI, *Green Bonds*, cit. Cfr. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. “Action Plan on Building a Capital Markets Union”* 30.9.2015, EU Doc. SWD(2015) 183 final), punto 3.3.

¹⁰⁸ Come riportato in OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit., p. 4.

¹⁰⁹ Tutte le iniziative regolatorie pubbliche in materia di *green bond* sono state frutto di attività di consultazione e collaborazione con organizzazioni internazionali e attori privati, *in primis* l’ICMA e la CBI.

¹¹⁰ Già nel 2015 la Commissione dedicò particolare attenzione all’emergente mercato dei *green bond* (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Communication. “Action Plan on Building a Capital Markets Union”*, cit., punto 3.3) e commissionò uno studio sul potenziale di tali strumenti per lo Sviluppo sostenibile (cfr. EC DIRECTORATE-GENERAL FOR ENVIRONMENT, *Study on the potential of green bond*, cit.).

tassonomia europea per definire e classificare le attività sostenibili, che fu poi definitivamente approvata (*Taxonomy Regulation*)¹¹¹, e la creazione di uno *standard* europeo per i *green bond*, basato su tale tassonomia (*European green bond standard*), che è tuttora in fase di approvazione e di cui si dirà più diffusamente *infra* Capitolo IV, § 8.

Oggi giorno, sono molteplici le Organizzazioni internazionali e altri attori internazionale che dedicano particolare attenzione al mercato del debito sostenibile e contribuiscono al suo sviluppo, anche normativo, tra cui, oltre le Nazioni Unite (segnatamente tramite l'UNEP e la SSE, nonché l'UNCTAD e l'Inter-agency task Force on Financing for Development¹¹²), la Banca Mondiale e l'IFC¹¹³, le Banche multilaterali di

¹¹¹ Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088, EU Doc. PE/20/2020/INIT, O.J. L 198, 22.6.2020, p. 13-43.

¹¹² In particolare, l'UNEP ha elaborato a più raccomandazioni per il settore pubblico e privato per lo sviluppo del mercato (cfr. UNEP, *Accelerating Financial Centre Action on Sustainable Development. How International Cooperation can scale up Green and Sustainable Finance*, cit.; UNEP, *Creating a Sustainable Financial System. A Role for Finance Ministries*; UNEP, CBI, *Scaling Green Bond Markets. Guide for the Public Sector*, cit.). Similmente la SSE (cfr. SSE, *How securities regulators can support the Sustainable Development Goals. A sharing of experiences*; SSE, *How Stock Exchanges can Grow Green Finance*, 2018). L'UNCTAD segue lo sviluppo del settore soprattutto nell'ambito del World Investment Report (cfr. da ultimo UNCTAD, *World Investment Report. International tax reforms and sustainable investment*, 2022, cit.). Infine, l'INTER-AGENCY TASK FORCE ON FINANCING FOR DEVELOPMENT, monitora annualmente l'evoluzione del mercato nel quadro dei *means of implementation* dell'Addis Ababa Action Agenda (cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the Inter-agency task Force on Financing for Development. Financing for Sustainable Development Report 2022*, cit.). Cfr. sul punto Appendice II, punto III, e Appendice III.IV).

¹¹³ Il Gruppo elabora *report* linee-guida relativi sia all'intero mercato, sia a specifici aspetti e tematiche. Cfr. IFC, *Mobilizing Private Climate Finance. Green Bonds and Beyond*, 2016; IBRD, WB, *Green Bond Proceeds Management & Reporting. A World Bank Guide for Green Bond Issuers*, 2017; SBN, IFC, CBI, *Creating Green Bond Markets. Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets*, 2018; IFC, *Emerging Market Green Bonds Report 2019. Momentum Builds as Nascent Markets Grow*, 2019; IFC, *Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis*, 2020; IFC, *Guidelines for Blue Finance Guidance for financing the Blue Economy, building on the Green Bond Principles and the Green Loan Principles*, 2022. Cfr. sul punto Appendice III.V).

sviluppo sopra citate, l'OCSE¹¹⁴, l'Unione Europea¹¹⁵, l'ACMF¹¹⁶, l'ICMA¹¹⁷, la CBI¹¹⁸, ma anche il FMI¹¹⁹, la IOSCO¹²⁰, l'IFAC¹²¹ e altri attori¹²². La struttura di *governance* del mercato sarà ricostruita ed esaminata nel Capitolo V.

§ 8. Strutturazione ed espansione del mercato.

Come visto nei paragrafi precedenti, i *Green Bond Principles* e il *Climate Bond Standard* permisero di codificare specifiche regole in materia di *green bond*, ancorché ad applicazione volontaria, favorendo la standardizzazione, la trasparenza e l'integrità del mercato a livello internazionale. Grazie ad essi e all'*external review* come strumento di verifica della *compliance*, le imprese private poterono entrare nel mercato in modo credibile. Il sostegno politico espresso a livello internazionale verso tali strumenti ne accelerò

¹¹⁴ L'OCSE è attiva soprattutto nel fornire *report* e analisi sullo sviluppo del mercato e sulle possibili politiche da adottare a supporto. Cfr. OECD, *Green Bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*, cit.; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds. Country Experiences, Barriers and Options*, cit.; OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, Green Finance and Investment*, cit.; OECD, *Financial Markets and Climate Transition: Opportunities, Challenges and Policy Implications*, cit.; OECD, *Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries*, cit.

¹¹⁵ Cfr. Appendice III, punto III.

¹¹⁶ L'ASEAN CAPITAL MARKETS FORUM elabora *standard* volontari per il mercato ASEAN sul modello degli *standard* ICMA e svolge attività analoga a quest'ultima (cfr. ACMF, *ASEAN SDG Bond Toolkit*, 2021; *ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance*, 2021; *Roadmap for ASEAN Sustainable Capital Markets*, cit.; *ASEAN Green Bond Standards*, 2018; *ASEAN Social Bond Standards*, 2018; *ASEAN Sustainability Bond Standards*, 2018). Sul punto, v. *infra* § 9 e cfr. Appendice III, punto III.

¹¹⁷ L'ICMA gestisce i principali *standard* del settore e fornisce ulteriori servizi in materia di definizioni, tassonomie e nuove tipologie di strumenti, oltre a detenere un *database* di tutti i *bond* sostenibili emessi dal 2007. Cfr. ICMA, *Green Bond Principles; Social Bond Principles; Sustainability Bond Guidelines; Sustainability-Linked Bond Principles; Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews; Climate Transition Finance Handbook; Guidance Handbook; Green, Social and Sustainability Bonds. A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals; ICMA, Harmonised Framework for Impact Reporting; Usability of taxonomies and nomenclatures for the Green, Social and Sustainable Bond markets*, 2021; *ICMA Sustainable Finance High-level definitions*, cit.

¹¹⁸ La CBI gestisce il Climate Bonds Standard, uno schema di certificazione per tutte le tipologie di *asset* "climate-aligned" e offre ulteriori servizi di ricerca, standardizzazione e analisi di mercato. La CBI gestisce anch'essa un *database* di tutti i *bond* sostenibili emessi dal 2007.

¹¹⁹ Il FMI non dedica specifica attenzione al mercato nel predisporre il *World Economic Outlook* annuale (cfr. da ultimo FMI, *World Economic Outlook. War Sets Back the Global Recovery*, 2022; tuttavia, lo staff del Fondo è attivo nell'analisi di alcuni aspetti del mercato (cfr. tra gli altri A. SAKAI, C. FU, F. ROCH, U. WIRIADINATA, *Sovereign Climate Debt Instruments. An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets*, IMF Staff Climate Note 2022/004, International Monetary Fund, Washington, 2022; J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG *How Green are Green Debt Issuers?*, IMF Working Paper n. 20/194, cit.).

¹²⁰ Cfr. IOSCO, *Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management, Report of the Board of IOSCO*, 2021; IOSCO, *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO, Report of the Board of IOSCO*, 2020; IOSCO, *Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators, Report of the IOSCO Growth and Emerging Market Committee*, 2020.

¹²¹ Cfr. IFAC, *Navigating the Sustainable Debt Market: Enhancing Credibility in an Evolving Market*, 2022.

¹²² Cfr. al riguardo la panoramica offerta dall'Appendice III.

ulteriormente la crescita. Poté, così, innescarsi un circolo virtuoso tra settore pubblico e settore privato che consentì all'emergente mercato dei *green bond* di strutturarsi normativamente, autoregolamentandosi e legittimandosi a livello internazionale, proprio per effetto della generale applicazione dei citati *standard* internazionali privati da parte degli enti emittenti e alla comune prassi di richiedere un'*external review* per confermarne la corretta applicazione¹²³. Ciò favorì, altresì, l'innovazione finanziaria.

Su tali presupposti, l'emergente mercato dei *green bond* poté espandersi in maniera accelerata in tutto il Mondo, sia dal punto di vista quantitativo, sia dal punto di vista qualitativo. Sotto il primo profilo, esauritasi la fase di "strutturazione del mercato", le emissioni annuali di *green bond* passarono rapidamente da USD 48 miliardi di dollari nel 2015 ad oltre 150 miliardi nel 2017 e nel 2018, sino a superare la soglia di 250 miliardi a partire dal 2019¹²⁴. In altri termini, le dimensioni del mercato si sono più che quintuplicate in soli cinque anni, segnando una vera e propria fase di "espansione" su scala globale.

Nel corso di tale periodo, alcuni nuovi importanti fenomeni normativi incisero positivamente sull'ulteriore sviluppo del mercato: da un lato, in alcune giurisdizioni Governi e regolatori finanziari pubblicarono appositi *soft-law standard* e linee-guida di rilevanza territoriale, modulati sulla base delle *four core components* dei GBP, al fine di incentivare il ricorso a tali strumenti da parte degli emittenti locali (v. *infra* § 9); dall'altro lato, presso numerosi giurisdizioni le autorità di regolamentazione o di auto-regolamentazione del mercato istituirono specifici segmenti *green* e *sustainable* dei mercati, recanti *listing requirements* che rinviano ai GBP o ad eventuali *standard* interni, per dare maggiore certezza al settore e favorire la sana crescita dei mercati locali dei *green bond* (v. *infra* § 10). Entrambi tali iniziative, peraltro, furono oggetto di specifiche raccomandazioni sia da parte del G20 del 2016¹²⁵, sia da parte dell'UNEP e dell'OCSE proprio negli anni 2015-2016¹²⁶.

Sotto il profilo qualitativo, invece, la fase di espansione si caratterizza per due principali fattori: da un lato, l'ingresso degli Stati come soggetti emittenti *green bond*, che ha introdotto una nuova prospettiva circa la potenzialità del settore per finanziare dal punto di vista sistemico lo Sviluppo sostenibile, incidendo direttamente sul debito pubblico (v.

¹²³ In merito alla legittimità e all'effettività degli *standard* dell'ICMA, v. nello specifico *infra* Capitolo V.

¹²⁴ Dati CBI. Cfr. l'Interactive Data Platform disponibile al sito web <https://www.climatebonds.net/>.

¹²⁵ Cfr. G20, *2016 Hangzhou G20 Leaders' Communiqué*, cit. punto 21 e, *per relationem*, i due *input paper*: G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green Finance Synthesis Report 2016*, cit., p. 30; OECD-ICMA-CBI, *Green Bonds. Country Experiences, Barriers and Options*, cit., p. 27.

¹²⁶ Cfr. OECD, *Green Bonds*, cit., pp. 6 ss; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit. p. 27; UNEP, CBI, *Scaling Green Bond Markets. Guide for the Public Sector*, cit.

infra § 11); dall'altro lato, l'affermazione nella prassi di varie tipologie di *green bond*, nonché la nascita e la diffusione degli altri strumenti di debito sostenibile, che innescò un'ondata di incessante innovazione finanziaria per lo Sviluppo sostenibile, grazie alla proliferazione degli strumenti “*labeled*” e che portò, in ultima analisi, alla formazione di un unico grande mercato del debito sostenibile di dimensioni globali (v. *infra* § 12).

§ 9. L’emanazione di *standard*, *soft-law* e regolamentazioni a livello nazionale e regionale

Seguendo le sopra citate determinazioni del G20, alcuni Stati e regolatori pubblici, soprattutto nei Paesi emergenti, iniziarono ad emanare propri *standard* e *guidelines*, al fine di favorire la diffusione dei *green bond* e la creazione di nuovi mercati a livello locale¹²⁷. I primi Stati a muoversi in tale direzione furono la Malesia¹²⁸ e la Cina¹²⁹ già nel 2015, il

¹²⁷ In merito alle informazioni riportate in tale paragrafo cfr., in particolare: G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green Finance Synthesis Report 2016*, cit.; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit.; OECD, *Mobilising Bond Markets*, cit.; SUSTAINABLE BANKING NETWORK, *Creating Green Bonds Market*, cit.; T. KAWABATA, *Private governance schemes for green bond standard: influence on public authorities’ policy making*, in *Green Finance*, 2(1), 2020, pp. 35-54; Y. WANG, R. ZANG, *China’s green bond market*, in *International Capital Market Features*, 44, 2017, pp.16-17; J. GUILD, *The political and institutional constraints on green finance in Indonesia*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(2), 2017, pp. 157-170; Y. CHANG, *Green Finance in Singapore: Barriers and Solutions*, ADBI Working Paper, 915, 2019; D. AZHGALIYEVA, A. KAPOOR, Y. LIU, *Green bonds for financing renewable energy and energy efficiency in South-East Asia: a review of policies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(2), 2020, pp. 113-140; A. OCHE, *Comparative analysis of green bond regimes in Nigeria and China*, in *Journal of Sustainable Development Law and Policy*, 11(1), 2020, pp. 160-184; Y. CHEN, Z.J. ZHAO, *The rise of green bonds for sustainable finance: global standards and issues with the expanding Chinese market*, in *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 52, 2021, pp. 54-57.

¹²⁸ SECURITIES COMMISSION MALAYSIA, *The Sustainable and Responsible Investment Sukuk Framework*, 2015. Tale *framework* riguarda in generale i servizi di investimento sostenibile ed è applicabile ai *green bond* unitamente ai più specifici, ma successivi *ASEAN Green Bond Standards* (v. *infra*).

¹²⁹ PEOPLE’S BANK OF CHINA, *Announcement No. 39*, 2015; ID., *Preparation Instructions on Green Bond Endorsed Project Catalogue (2015 Edition)*, 2015. Tale “Green Bond Endorsed Project Catalogue”, che corrisponde ad una tassonomia, è stato da ultimo aggiornato nel 2021 (cfr. PEOPLE’S BANK OF CHINA, *Announcement No. 96*, 2021). La regolamentazione cinese si compone prevalentemente di norme vincolanti, quali quelle che impongono il riferimento alla tassonomia citata, l’indicazione delle caratteristiche del *bond* nel prospetto e gli adempimenti in materia di *reporting*, ma anche norme non vincolanti in materia di *external review*.

Brasile¹³⁰ e il Marocco¹³¹ nel 2016, l'Indonesia¹³² e il Giappone¹³³ nel 2017, il Messico¹³⁴ e la Nigeria¹³⁵ nel 2018.

A livello regionale, è importante ricordare (oltre alla proposta della Commissione Europea di istituire un *European Green Bond Standard*) la pubblicazione nel 2017 degli *ASEAN Green Bond Standards* (ASEAN GBS) da parte dell'ASEAN Capital Markets Forum (ACMF) in collaborazione con l'ICMA¹³⁶. Gli ASEAN GBS sono linee-guida volontarie che si basano sui GBP e specificano gli adempimenti per coloro che vogliono emettere titoli denominati come “*ASEAN green bond*”. In aggiunta alle “*four core components*” dei GBP, gli ASEAN GBS escludono espressamente dalle attività finanziabili i progetti di produzione di energia fossile; non è, però, previsto alcun meccanismo sanzionatorio, di supervisione e controllo sugli enti emittenti o sui fornitori di *external review*¹³⁷. L'ACMF pubblicò in seguito analoghi *standard* in materia di *social* e *sustainability bond*, nonché, più di recente, la propria tassonomia in tema di Finanza sostenibile¹³⁸.

Salvo qualche rara eccezione¹³⁹, tutte le iniziative di “regolamentazione” dei mercati locali da parte degli Stati centrali sono ad oggi consistite nell'elaborazione di regole aventi o efficacia meramente volontaria e non vincolante o regole che, pur formulate in termini

¹³⁰ BRAZILIAN FEDERATION OF BANKS, BRAZILIAN BUSINESS COUNCIL FOR SUSTAINABLE DEVELOPMENT, *Guidelines for issuing green bonds in Brazil*, 2016. Tali *Guidelines* non vincolanti sono state elaborate in collaborazione con l'International Financial Corporation.

¹³¹ AUTORITÉ MAROCAINE DU MARCHÉ DES CAPITALAUX, *Guide sur les Green Bonds*, 2016. Tali linee-guida non vincolanti sono state elaborate in collaborazione con l'International Financial Corporation.

¹³² INDONESIA FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Requirements for Green Bonds*, 2017. I *Requirements* sono allineati ai *Green Bond Principles* e agli *ASEAN Green Bond Standards*, ma impongono agli enti emittenti l'obbligo di sottoporsi ad una *external review* indipendente prima dell'emissione, nonché di pubblicare un *report* annuale sull'allocazione dei proventi fino alla completa allocazione; in caso di *non-compliance* è previsto l'obbligo di azioni correttive. Cfr. SUSTAINABLE BANKING NETWORK, *Creating Green Bonds Market*, cit., pp. 23 ss.

¹³³ MINISTRY OF THE ENVIRONMENT OF JAPAN, *Green Bond Guidelines*, 2017. Si tratta di linee-guida non vincolanti allineate ai *Green Bond Principles*.

¹³⁴ CONSEJO CONSULTIVO DE FINANZAS CLIMATICAS, *The Green Bond Principles MX*, 2018. Questi ultimi sono basati sui *Green Bond Principles* e consistono in linee-guida non vincolanti.

¹³⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OF NIGERIA, *Green Bonds Issuance Rules*, 2018. Tali regole impongono obblighi di *disclosure* agli enti emittenti in materia di *reporting* ed *external review*. La regolamentazione è stata sviluppata in collaborazione con la CBI, nonché con l'UNEP e l'IFC. Cfr. SUSTAINABLE BANKING NETWORK, *Creating Green Bonds Market*, cit., pp. 30 ss.

¹³⁶ ASEAN CAPITAL MARKET FORUM, *ASEAN Green Bond Standards*, 2018. L'ACMF è un'associazione composta dai regolatori dei mercati finanziari dei 10 Stati parte dell'ASEAN (Association of Southeast Asian Nations): Brunei, Cambogia, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Filippine, Singapore, Thailandia e Vietnam (<https://www.theacmf.org/>).

¹³⁷ Ciò è infatti rimesso a ciascuna giurisdizione dell'ASEAN e alla relativa disciplina dei mercati finanziari.

¹³⁸ Cfr. ASEAN CAPITAL MARKET FORUM, *ASEAN Social Bond Standards*, 2018; ID., *ASEAN Sustainability Bond Standards*, 2021; ID. *ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance*, 2021.

¹³⁹ Vedi Cina, Malesia Nigeria, come sopra riportato in nota.

prescrittivi, non sono assistite da alcun meccanismo di *enforcement* a livello istituzionale¹⁴⁰. Si tratta, dunque, a tutti gli effetti, di strumenti di *soft-law*, in quanto istitutivi di obblighi di condotta non coercibili. Da un punto di vista giuridico, giova sottolineare sin d'ora come la proliferazione della *soft-law* in materia di *green bond* abbia dato luogo a un vero processo di ibridizzazione tra norme pubbliche e norme private¹⁴¹: infatti, i *soft-law standard* nazionali e regionali nella maggior parte dei casi sono stati emanati all'esito di una stretta collaborazione tra regolatori pubblici e attori e regolatori privati e sono stati tutti redatti utilizzando i GBP e le sue "*four core components*" come modello normativo di riferimento¹⁴².

A fronte di ciò, pare corretto concludere che l'attenzione dei regolatori, in tale fase di sviluppo del mercato, fosse rivolta non tanto rivolta a disciplinare in maniera innovativa i processi di emissione e i conseguenti adempimenti per gli enti emittenti, i quali sono stati regolati sulla base degli *standard* e delle prassi già esistenti; più che altro, l'attenzione si concentrò sull'incentivo all'emissione risultante da tali iniziative regolatorie, sulla chiarificazione delle prassi e dei processi, sulla funzione formativa di *standard* e linee-guida per gli operatori del mercato, nonché sulla definizione di apposite tassonomie. Tali tassonomie si rendevano, peraltro, quanto mai necessarie non solo perché i GBP, a quel tempo, fornivano solo categorie molto ampie di investimenti sostenibili, senza dettagliarne le caratteristiche¹⁴³, e quindi era indispensabile colmare tale lacuna, ma anche perché era interesse degli stessi Stati orientare il nascente mercato dei *green bond* verso gli specifici obiettivi di sostenibilità perseguiti a livello di politica nazionale, offrendo, dunque, definizioni chiare, coerenti e allineate a tali obiettivi, con un certo livello di specificità.

§ 10. I segmenti *green* e *sustainable* nei mercati regolamentati.

La creazione di segmenti *green* e *sustainable* nei mercati regolamentati, in cui vengono listati strumenti di debito sostenibile come *green*, *social* e *sustainability bond*, è un approccio

¹⁴⁰ Cfr. IOSCO, *Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators, Report of the IOSCO Growth and Emerging Market Committee*, 2020, p. 4.

¹⁴¹ Sul punto, v. *infra* Capitolo V.

¹⁴² Si veda quanto illustrato nelle note precedenti.

¹⁴³ Al riguardo, importanti novità sul punto sono sopravvenute con l'aggiornamento del 2018 dei *Green Bond Principles*, che introdusse alcuni elementi di maggiore specificità relativi alle categorie di *green projects* finanziabili.

ampiamente supportato nel quadro del dibattito sulla Finanza sostenibile¹⁴⁴. I primi *Stock Exchange* a creare tali segmenti del mercato furono quelli di Oslo (Oslo Børs), Stoccolma (Nasdaq Stockholm) e Londra (London Stock Exchange) nel 2015, seguiti da Cina (Shanghai Stock Exchange), Messico (Bolsa Mexicana de Valores) e Lussemburgo (Bourse de Luxembourg) nel 2016¹⁴⁵. Il segmento “*Green and Social Bonds*” di Borsa Italiana fu inaugurato l’anno seguente¹⁴⁶. Ad oggi, sono ben 43 i mercati regolamentati che hanno istituito segmenti specificamente dedicati alle obbligazioni sostenibili¹⁴⁷.

In tale contesto, assumono rilevanza le regole dettate dai vari mercati per ottenere il *listing* delle obbligazioni sostenibili¹⁴⁸. Sul punto, si evidenziano diverse strategie e approcci regolatori da parte delle autorità di regolamentazione o di auto-regolamentazione dei mercati:

(i) alcuni mercati regolamentati recepiscono, dandone diretta applicazione, gli *standard* dell’ICMA, il CBS ed eventualmente altri *standard* di rilevanza nazionale o regionale, introducono l’obbligo per gli emittenti di sottoporsi ad *external review*, prima e/o dopo l’emissione, e prevedono, altresì, ulteriori più stringenti requisiti di natura sia

¹⁴⁴ A tal fine, ha giocato un ruolo assai rilevante l’attività della SUSTAINABLE STOCK EXCHANGE INITIATIVE (SSE) il *partnership programme* delle Nazioni Unite costituito nel 2009 con l’obiettivo di fungere da piattaforma globale per analizzare come i mercati regolamentati, in collaborazione con investitori, società emittenti, autorità di regolamentazione e *policy-makers*, possono allinearsi agli obiettivi di Sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (www.sseinitiative.org/). In merito al *listing* dei *green bond* presso appositi segmenti *green* del mercato, cfr. in particolare: OECD, *Green Bonds*, cit., pp. 6 ss.; OECD, *Mobilising Bond Market*, cit., pp. 56 ss.; G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green Finance Synthesis Report 2016*, cit., pp. 17 ss.; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit., pp. 27 ss.; SSE, *Green Finance. What can stock exchange can do?*, cit.; SSE, *How Stock Exchanges can Grow Green Finance. A voluntary Action Plan*; SSE, *How securities regulators can support the Sustainable Development Goals. A sharing of experiences*; CBI, *The Role of Exchanges in Accelerating the Growth of the Green Bond Market*, 2017.

¹⁴⁵ Dati CBI e SSE.

¹⁴⁶ Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/>.

¹⁴⁷ Si tratta, in particolare, delle seguenti giurisdizioni: Argentina (Bolsas y Mercados Argentinos e Bolsa de Comercio de Buenos Aires); Austria (Wiener Börse); Belgio (Euronext Brussels); Brasile (B3); Canada (TMX Group Inc.); Cile (Bolsa de Comercio de Santiago), Cina (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited; Shanghai Stock Exchange; Shenzhen Stock Exchange); Colombia (Bolsa de Valores de Colombia); Danimarca (Nasdaq Copenhagen); Repubblica Dominicana (Bolsa y Mercados de Valores de la República Dominicana); Estonia (Nasdaq Tallinn); Finlandia (Nasdaq Helsinki); Francia (Euronext Paris); Germania (Deutsche Börse); Guernsey (The International Stock Exchange); India (Bombay Stock Exchange); Indonesia (Indonesia Stock Exchange); Iran (Iran Fara Bourse Securities Exchange); Irlanda (Euronext Dublin); Italia (Borsa Italiana); Giappone (Japan Exchange Group); Lettonia (Nasdaq Riga); Lituania (Nasdaq Vilnius); Lussemburgo (Bourse de Luxembourg); Messico (Bolsa Mexicana de Valores); Olanda (Euronext Amsterdam); Nigeria (Nigerian Stock Exchange); Norvegia (Oslo Børs); Panama (Latin American Stock Exchange); Perù (Grupo BVL); Portogallo (Euronext Lisbon); Korea del Sud (Korea Exchange); Regno Unito (London Stock Exchange); Russia (Moscow Exchange); Singapore (Singapore Exchange); Slovenia (Ljubljana Stock Exchange); Sudafrica (Johannesburg Stock Exchange); Spagna (Bolsas y Mercados Españoles); Stati Uniti (Nasdaq); Svezia (Nasdaq Stockholm); Svizzera (SIX Swiss Exchange). Dati SSE e CBI; cfr. <https://sseinitiative.org/> e <https://www.climatebonds.net/>.

¹⁴⁸ Al riguardo, è doveroso premettere che non tutti i segmenti sono dotati di una vera e propria normativa, recanti gli specifici requisiti, essendo frequente che il procedimento di *listing* degli strumenti di debito sostenibile sia gestito con maggiore informalità, sulla base delle specifiche regole di ciascun mercato.

sostanziale, sia, soprattutto, procedurale ovvero in termini di adempimenti prima e dopo l'emissione del titolo – come ad esempio il “*Sustainability Segment*” dello Johannesburg Stock Exchange¹⁴⁹ o il “*Luxembourg Green Exchange*” (LGX) del Luxembourg Stock Exchange¹⁵⁰;

(ii) altri mercati si limitano a recepire i citati *standard* e ad imporre l'*external review*, di regola solo prima dell'emissione dello strumento – come ad esempio il “*Nasdaq Sustainable Debt Market*” dei mercati Nasdaq in Svezia, Finlandia, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania e Stati Uniti¹⁵¹;

(iii) altri ancora non impongono direttamente l'applicazione di determinati *standard*, ma richiedono un'*external review* indipendente prima dell'emissione che confermi l'effettiva sostenibilità dello strumento – come avviene per i segmenti “*ESG Bonds*” dei mercati Euronext in Olanda, Belgio, Francia, Norvegia, Portogallo e Irlanda¹⁵² e per il segmento “*Green and Social Bonds*” di Borsa Italiana¹⁵³. E', dunque, immediatamente evidente la

¹⁴⁹ JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE, *JSE Debt Listings Requirements*, 2021, art. 4.22 “*For sustainability instruments that comply with the sustainability standards, the placing document published in connection with the issue of these instruments must, over and above the information required as per Section 4, include the following additional information in order to qualify for the sustainability segment: (a) a statement as to the use of proceeds which explains how such proceeds will be managed and allocated to, and how the issuer will report impact from eligible sustainable, green or social projects pursuant to the sustainability standards; (b) a report from an independent sustainability advisor. The report must confirm that the instruments are classified as sustainable, green or social pursuant to the sustainability standards; and (c) the information required pursuant to paragraph 3.16 in relation to the independent sustainability advisor. This information can also be incorporated by reference and must then be available on the issuer's website. The information must be available on the website of the issuer at least five business days before the issue date*”, laddove per sustainability standards si intende “*the Green Bond Principles, the Social Bond Principles and Sustainability Bond Guidelines, as may be amended, issued and governed by ICMA or any other standard acceptable to the JSE, in its discretion in relation to the classification of sustainability instruments*”.

¹⁵⁰ Cfr. LUXEMBOURG GREEN EXCHANGE, *FAQ: Bonds on the Luxembourg Green Exchange (LGX)*, disponibili alla pagina <https://www.bourse.lu/faq-lgx-bonds>: “*LGX is the first platform that makes industry best practices for sustainable securities a mandatory requirement. It is also the only exchange requiring issuers to commit to post-issuance reporting, once a security has been registered or listed. Within the industry best practices, LGX recognises in particular ICMA's Green Bond Principles (GBP), Climate Bonds Initiative's (CBI) Climate Bonds Standard (for green bonds), ICMA's Social Bond Principles (SBP), ICMA's Sustainability Bond Guidelines (SBG), and ICMA's Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP)*”.

¹⁵¹ Cfr. NASDAQ, *Nasdaq Sustainable Bond Criteria*, 2021, p. 1: “*The Nasdaq Sustainable Bond Criteria is applicable for issuers seeking a listing of a bond or other debt instrument aligned with the GBP, SBP or SBG on one of Nasdaq's Sustainable Debt Markets (...) Applications to list on a Nasdaq Sustainable Debt Segment must include the issuer's Sustainable Bond Framework and Pre-Issuance External Review*”.

¹⁵² Cfr. la pagina web di Euronext <https://www.euronext.com/en/list-products/bonds/esg-bonds> e il contenuto dell'allegata “*ESG Bond Declaration Form*” che gli emittenti sono tenuti a compilare prima del *listing*.

¹⁵³ Cfr. BORSA ITALIANA, *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.P.A deliberato dal Consiglio di Amministrazione del 22 Luglio 2021 e approvato dalla Consob con Delibera N. 22008 del 22 Settembre 2021*, 2021, art. 2.2.7, par. 5: “*Le obbligazioni possono essere ammesse alle negoziazioni con l'indicazione di Green bonds e/o Social bonds laddove un soggetto terzo certifichi la natura ambientale e/o sociale dei progetti oggetto di finanziamento attraverso l'emissione di tali strumenti finanziari. Tale soggetto terzo dovrà essere: a) indipendente dalla società emittente, dagli amministratori, i dirigenti e consulenti della stessa; b) remunerato secondo modalità tali da prevenire conflitti di interesse derivanti dalla struttura della remunerazione; e c) un soggetto specializzato avente expertise nell'ambito della valutazione di progetti di natura ambientale e/o sociale*” e art. 2.6.2, par. 13: “*Nel caso dei Green bonds e/o Social bonds, l'impiego dei*

frammentazione normativa che si riscontra tra i vari mercati regolamentati soprattutto in materia di *compliance* e di *enforcement*.

In genere, comunque, per ottenere il *listing* è necessario dare applicazione agli *standard* internazionali e ottenere una *external review*, quanto meno prima dell'emissione, a conferma della loro corretta applicazione; inoltre, agli emittenti è richiesto, in forma più o meno stringente, di svolgere successiva attività di *disclosure* e *reporting* a garanzia della trasparenza e dell'integrità del prodotto offerto. In tal modo, la normativa di tali segmenti del mercato può costituire un modo per conferire efficacia giuridica vincolante agli *standard* esistenti, rendere obbligatoria l'*external review* ed esercitare una qualche forma di supervisione sugli enti emittenti. A tal fine, la IOSCO e la SSE supportano istituzionalmente lo sviluppo di specifiche discipline per regolare i segmenti *green e sustainable* dei mercati, sia dal punto di vista di *policy* generale, sia dal punto di vista tecnico con riferimento a specifici mercati e su richiesta delle autorità competenti.

§ 11. I *green bond* sovrani e l'innovazione degli strumenti di debito sostenibile per il debito pubblico e le politiche di sviluppo e di transizione climatica.

Il primo *green bond* sovrano fu emesso dalla Polonia nel 2016 allo scopo di sostenere gli obiettivi del piano d'azione energetico nazionale per l'energia rinnovabile. Il *bond*, con scadenza a 5 anni, raccolse fondi del valore pari a 850 milioni di dollari¹⁵⁴. Il capitale così raccolto fu riutilizzato dal Governo per finanziare i progetti con le caratteristiche indicate nell'apposita *green bond framework*, appartenenti ai settori dell'energia rinnovabile, dei trasporti puliti e dello sfruttamento sostenibile del suolo¹⁵⁵. La *framework* prevedeva, altresì, il divieto di finanziare attività aventi ad oggetto la produzione o il commercio di combustibili fossili, energia nucleare, olio di palma, alcol, gioco d'azzardo, armi, ed altri beni¹⁵⁶. Prima dell'emissione, la Polonia ottenne una *second-party opinion* che confermò l'allineamento

proventi in progetti di natura ambientale e/o sociale deve essere comunicato dall'emittente almeno una volta all'anno. Tale comunicazione nonché eventuali deviazioni dell'impiego dei proventi in progetti di natura ambientale e/o sociale devono essere senza indugio comunicate a Borsa Italiana e al pubblico rispettivamente secondo le modalità di cui all'articolo 2.7.1. In caso di omessa comunicazione annuale delle suddette informazioni da parte degli emittenti, Borsa Italiana procederà all'eliminazione dell'indicazione degli strumenti finanziari dalla sezione del sito internet di Borsa Italiana dedicata ai Green bonds e/o Social bonds". Analoghe disposizioni sono contenute nel Regolamento del Mercato EXTRAMOT, 29 Giugno 2022.

¹⁵⁴ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, 2018, p. 6.

¹⁵⁵ Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, 2018, p. 6.

¹⁵⁶ Il *green bond* polacco prevedeva, dunque, non solo criteri positivi, ma anche criteri negativi, finalizzati ad escludere la possibile qualificazione come "*green project*" di talune attività considerate nocive o inquinanti.

della *green bond framework* ai *Green Bond Principles* e il positivo impatto ambientale e climatico che i menzionati *green projects* avrebbero potuto comportare¹⁵⁷.

L'iniziativa della Polonia fu seguita nel 2017 da Francia, Fiji e Nigeria¹⁵⁸. In particolare, il *green bond* francese fu emesso con scadenza a 22 anni e raccolse capitali per ben 7,5 miliardi di euro¹⁵⁹. La relativa *green bond framework*, verificata tramite una *second-party opinion*, faceva riferimento a diverse voci di spesa, tra cui anche incentivi fiscali per famiglie e imprese, da destinare a progetti in ambito di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico, protezione della biodiversità e controllo dell'inquinamento¹⁶⁰. Peraltro, la Francia utilizzò quale tassonomia per i propri *green projects* la classificazione di investimenti sostenibili di cui alla legge “*Transition énergétique et écologique pour le climat*”, emanata proprio per promuovere la Finanza sostenibile¹⁶¹. Anche i *green bond* di Fiji e Nigeria furono emessi in conformità ai *Green Bond Principles*, come accertato dalle relative *second-party opinions*; tutti e quattro i *green bond* citati, inoltre, furono seguiti da periodici *report* sull'allocazione dei proventi¹⁶².

Dal 2016-2017, il mercato dei *green bond* sovrani si è espanso enormemente¹⁶³. Proprio a tal fine, peraltro, nel 2018 l'IFC pubblicò un'apposita “*Guidance for Sovereign Green Bond Issuers*” focalizzata sugli aspetti pratici relativi tanto ai processi di strutturazione ed emissione dei *green bond* sovrani quanto sulla successiva, complessa attività di rendicontazione¹⁶⁴. Nel 2018, anche Belgio, Irlanda, Indonesia, Lituania e Seychelles emisero *green bond*, seguiti da Olanda, Cile e Hong Kong nel 2019, da Ungheria, Svezia, Egitto e Germania nel 2020, nonché da Regno Unito, Spagna, Italia, Serbia e Corea del Sud nel 2021¹⁶⁵. Nel 2021, l'Unione Europea ha emesso il primo “*NextGenerationEU (NGEU) green bond*” per finanziare le proprie politiche ambientali, raccogliendo EUR 12 miliardi¹⁶⁶.

A partire dal 2019, inoltre, alcuni Stati iniziarono ad emettere strumenti di debito sostenibile diversi dai *green bond*; precisamente, nel 2019 la Corea del Sud emise il primo *sustainability bond* sovrano, seguita da Lussemburgo, Messico e Thailandia nel 2020 e da

¹⁵⁷ Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit., p. 6.

¹⁵⁸ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit.

¹⁵⁹ Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit., p. 7.

¹⁶⁰ Cfr. *Ivi*, p. 7.

¹⁶¹ *Loi* n. 2015-992 del 17 Agosto 2015.

¹⁶² Dati CBI. Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit., pp. 6 ss.

¹⁶³ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit.; CBI, *Sovereign Green, Social, and Sustainability Bond Survey. The ultimate power to transform the market*, 2021.

¹⁶⁴ IFC, *Guidance for Sovereign Green Bond Issuers*, 2018, cit.

¹⁶⁵ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 26.

¹⁶⁶ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, Press release 12 October 2021.

Lituania, Peru, Indonesia, Isola di Man, Benin, Uzbekistan, Slovenia, Andorra, Malesia e Cile nel 2021¹⁶⁷; nel 2020, invece, l'Ecuador emise il primo *social bond* sovrano, garantito dall'Inter-American Development Bank¹⁶⁸, seguito dal Guatemala il medesimo anno e da Cile e Peru l'anno seguente¹⁶⁹. Anche l'Unione Europea entrò nel mercato dei *social bond* nel 2020, per finanziare il programma SURE raccogliendo, tra Ottobre 2020 e Maggio 2021, quasi EUR 90 miliardi¹⁷⁰.

Alla chiusura del 2021, le dimensioni del mercato dei *GSS bond* sovrani è stata stimata dalla CBI in complessivi USD 193 miliardi, di cui quasi 100 miliardi emessi solamente nell'ultimo anno, segnando *trend* di crescita sull'anno precedente pari a oltre 100%; nel complesso, si tratta di 21 Stati che hanno emesso *green bond*, 14 che hanno emesso *sustainability bond* e 4 che hanno emesso *social bond*¹⁷¹. Sul punto, giova evidenziare l'ampio ricorso a tali strumenti da parte del Cile negli anni 2019-2021, l'unico Stato che ha emesso tutti e tre i tipi di *bond* tematici sostenibili, per oltre USD 20 miliardi (di cui 7,4 per *green bond*, 9,2 per *social bond* e 4 per *sustainability bond*)¹⁷².

I dati di mercato sopra riportati danno conto della crescente attenzione che i Governi ripongono verso tali strumenti: si tratta, infatti, di una fonte innovativa di finanziamento del debito pubblico, funzionale a finanziare precise politiche di sostenibilità ambientale e/o sociale. I benefici associati a tali pratiche di indebitamento pubblico sono molteplici e riguardano diversi profili¹⁷³, ma derivano tutti dalla fondamentale caratteristica degli *use-of-proceeds bond* di consentire all'ente emittente di diversificare i meccanismi di indebitamento (*bond* sostenibili c. *bond* tradizionali), vincolando specifici flussi di investimento al finanziamento esclusivo di determinate progetti e attività economiche sostenibili e, nel caso

¹⁶⁷ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 26.

¹⁶⁸ INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, REPUBLIC OF ECUADOR, *5 Key Points of Ecuador's Sovereign Social Bonds*, 2020.

¹⁶⁹ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, p. 26.

¹⁷⁰ SURE è il programma dell'Unione Europea per finanziare programmi di occupazione a breve termine in tutta l'Unione e mantenere posti di lavoro durante la pandemia. Cfr. European Commission (2021) *Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Financial Committee and the Employment Committee. Report on the European instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672. SURE: One Year On*.

¹⁷¹ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 25; cfr. Ivi: "Green bonds provided most of the additional USD97.8bn (74%), but the sustainability theme attracted the largest number of debut issuers (10), and the social theme demonstrated the most aggressive growth (392%)".

¹⁷² Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., pp. 26-27.

¹⁷³ Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit.; M. WIŚNIEWSKI, J. ZIELIŃSKI, *Green bonds as an innovative sovereign financial instrument*, in *Ekonomia i Prawo* (Economics and Law), 18(1), 2019, pp. 83-96; R. DORONZO, V. SIRACUSA, S. ANTONELLI, *Green Bonds: the Sovereign Issuers' Perspective*, in *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Approfondimenti*, 3, Banca d'Italia, 2021; A. SAKAI, C. FU, F. ROCH, U. WIRIADINATA, *Sovereign Climate Debt Instruments. An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets*, cit.

dei *bond* sovrani, di vere e proprie politiche di sviluppo, nell'interesse dell'intera collettività. In altri termini, nelle mani dei Governi, gli strumenti di debito di tipo *use-of-proceeds* possono essere utilizzati per attrarre risorse aggiuntive a supporto delle proprie politiche per lo Sviluppo sostenibile, per le infrastrutture, per la lotta alla povertà e per il contrasto al cambiamento climatico, coinvolgendo direttamente gli investitori nel finanziamento di politiche specifiche, concrete e predeterminate, e rendicontando periodicamente, come da prassi internazionale di mercato, sui progressi raggiunti e i benefici arrecati.

Dal punto di vista economico-finanziario, il ricorso ai menzionati strumenti può, dunque, consentire di attrarre un maggior numero di investitori, drenare risorse aggiuntive interne e internazionali e diversificare il novero dei creditori¹⁷⁴, creando maggiore interesse e fiducia nei mercati internazionali nei confronti sia del debito pubblico dell'emittente, sia delle politiche e dello sviluppo del Paese, sia, ancora, dell'intero sistema economico e finanziario nazionale, in un circolo virtuoso che promuova la reputazione e l'immagine del Paese. Peraltro, ciò può anche tradursi, grazie ai meccanismi di mercato, in un minor costo di finanziamento del debito per gli Stati emittenti¹⁷⁵.

Dal punto di vista politico-strategico, gli *use-of-proceeds bond* possono consentire ai Governi di definire ambiziose politiche di sviluppo, che possono spaziare dai progetti infrastrutturali a più complesse politiche economico-sociali: i *bond* sovrani tematici, infatti, possono essere utilizzati anche per finanziare incentivi fiscali e altri incentivi e sussidi economici per la realizzazione di obiettivi di equità inter- e intra- generazionale¹⁷⁶. Ciò può, inoltre, incoraggiare una maggior coordinazione tra i vari Ministeri e i vari *stakeholder* nella definizione delle politiche di sviluppo e di contrasto al cambiamento climatico, aumentare la sensibilità degli attori economici nazionali verso lo Sviluppo sostenibile, sostenere la sana crescita del settore della Finanza sostenibile e segnatamente dei mercati interni del debito sostenibile, migliorare la capacità del sistema-paese di rispondere alle sfide globali della sostenibilità¹⁷⁷.

¹⁷⁴ Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit., p. 2: “Green bond issuers have often reported a diversification of their investor base as one of the benefits of green transactions: the deal attracts new socially responsible investors and asset managers with green investment mandates”

¹⁷⁵ Cfr. *Ibidem*: “Driven by high demand and increasingly diversified investor base, several treasuries have reported better pricing of their green bonds compared to past issuances. The French sovereign bond is reported to have closed at 13bp over a comparable non-green OAT. A recent pricing study conducted by the Climate Bonds Initiative in partnership with the IFC, Pax, Obvion and Rabobank, shows that not all green bonds carry new issue premiums, and some are even issued at a discount.”

¹⁷⁶ Cfr. *Ibidem*: “sovereign green bond programmes can include financial incentives such as tax reliefs and subsidies for the development of low-carbon assets to crowd-in private investments in priority sectors”.

¹⁷⁷ Cfr. CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, cit., pp. 1-2: “A sovereign green bond can signal the country’s commitment to its sustainable, low-carbon growth strategies, which will have a positive impact on the private

Dal punto di vista politico-internazionale, il ricorso a tali meccanismi di indebitamento pubblico può consentire allo Stato di assumere la *leadership* in materia di innovazione finanziaria a sostegno dello Sviluppo sostenibile, migliorando la propria reputazione internazionale e accelerando il percorso di transizione verso lo Sviluppo sostenibile, sia nei confronti degli SDGs dell'Agenda 2030, sia nei confronti degli altri impegni internazionali in materia ambientale e climatica, segnatamente gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra di cui all'Accordo di Parigi.

In tale contesto, e in prospettiva, gli *use-of-proceeds bond* possono interpretarsi come uno strumento funzionale ad incorporare una sorta di auto-condizionalità, definita unilateralmente dallo Stato emittente nell'apposita *framework*, in merito ai criteri di spesa di una parte del debito pubblico. Ciò apre nuovi e inediti scenari di politica monetaria e finanziaria, ancora del tutto inesplorati, soprattutto per le Istituzioni finanziarie internazionali, le Banche multilaterali di sviluppo, le Banche centrali, i fondi sovrani e i fondi etici e sostenibili che possono così sostenere direttamente precise politiche di Sviluppo sostenibile, elaborate dallo Stato emittente nel pieno esercizio della propria sovranità¹⁷⁸.

Per le ragioni sopra esposte, gli strumenti sovrani di debito sostenibile meritano una particolare considerazione quali *means of implementation* dell'Agenda 2030, rilevando non solo, e non tanto, nel contesto dell'Action Area B) dell'Addis Ababa Action Agenda, rubricata “*Domestic and international private business and finance*”, quanto piuttosto nel quadro dell'area E) “*Debt and debt sustainability*”, trattandosi di strumenti di debito pubblico che si qualificano come “sostenibili” dal punto di vista ambientale e sociale e che aprono nuove prospettive sul rapporto tra debito pubblico e Sviluppo sostenibile, oltre la dimensione economica tradizionalmente considerata. Ad oggi, gli strumenti di debito sostenibile sovrani non godono ancora di particolare attenzione da parte delle Nazioni Unite, della Banca mondiale e del FMI con preciso riferimento al tema del debito pubblico e della sostenibilità del debito.

sector investment case for green sectors. Internal collaboration between different departments in government (traditionally treasury and sustainability) is one of the positive spillovers of issuing a green bond; inter-ministerial collaboration can support ongoing efforts to implement a country's long-term low-carbon growth strategy. Raising a green bond can improve government tracking of climate-related and sustainable expenditure. (...) Given their benchmark role in the in domestic debt markets, sovereign green bonds can support the market's further development. (...) Growing green bond markets can contribute to mobilising private capital towards infrastructure investments, connecting green projects with investor demand, and raising awareness around green project pipelines”.

¹⁷⁸ La questione esposta presenta relevantissimi profili di novità e innovazione che sfuggono allo scopo della presente ricerca. Tuttavia, sarebbe opportuno uno specifico approfondimento al riguardo, per promuovere l'innovazione finanziaria rispetto al sinora poco esplorato tema del debito pubblico “sostenibile” e delle politiche monetarie e fiscali, interne e internazionali, spendibili a supporto.

§ 12. Gli altri strumenti di debito sostenibile.

Il successo dei *green bond* velocizzò la diffusione e la successiva standardizzazione di altri *bond* tematici, innanzitutto *social bond* e *sustainability bond*. Inoltre, ulteriori innovazioni interessarono il mercato del debito sostenibile in tale fase di ‘espansione’ del mercato, come la creazione e la standardizzazione degli strumenti *sustainability-linked* e dei *loans* sostenibili, nonché, più di recente, la comparsa di nuovi strumenti di tipo “*transition*”.

Social bond e sustainability bond. I *social bond* sono obbligazioni *use-of-proceeds*, analoghi ai *green bond*, i cui proventi sono destinati al finanziamento esclusivo di progetti di sostenibilità sociale. La prima offerta pubblica di un *social bond* espressamente denominato come tale fu effettuata già nel 2015 dall’Istituto de Crédito Oficial, la Banca nazionale di sviluppo spagnola, con l’obiettivo di raccogliere fondi per finanziare piccole e medie imprese nelle aree economicamente più depresse della Spagna; il *bond*, con scadenza a 3 anni, raccolse 1 miliardo di euro di fondi¹⁷⁹. L’iniziativa fu seguita negli anni successivi da altre Banche nazionali e multilaterali di sviluppo, come la Banca Mondiale e l’African Development Bank¹⁸⁰. Solo nel 2017, tuttavia, fu pubblicato un apposito *standard* da parte dell’ICMA, i *Social Bond Principles*, che furono successivamente aggiornati con cadenza quasi annuale, per seguire il rapido evolversi del mercato. Tali *Principles* disciplinano i *social bond* in maniera del tutto analoga ai *green bond*, differenziandosi unicamente per le diverse categorie di “*social projects*”, che si sostituiscono a quelle relative ai “*green projects*”, definiti dall’ICMA come quei progetti che “*hanno lo scopo di risolvere o mitigare uno specifico problema sociale e/o cercano di creare positivi risultati sociali specialmente ma non esclusivamente per una specifica parte della popolazione*”¹⁸¹.

Tali strumenti presentano, dunque, una stretta connessione con le pratiche di *Impact Investing*, che mirano a creare un positivo e misurabile impatto sociale tramite l’investimento in determinati progetti e attività economiche¹⁸². Sempre nel 2017, inoltre, l’ICMA pubblicò le *Sustainability Bond Guidelines*, poi aggiornate nel 2021, per disciplinare gli emergenti *sustainability bond*. Questi ultimi rappresentano, come già anticipato, una sintesi di *green*

¹⁷⁹ Cfr. HSBC, *Social Bonds*, 2017, p. 3.

¹⁸⁰ Cfr. *Ibidem*.

¹⁸¹ Cfr. *Social Bond Principles*, pp. 3-4. Sulla nozione e la disciplina di *social bond* v. *infra* Capitolo IV, § 5.

¹⁸² Sul rapporto tra *social bond* e *impact investing* cfr. S.K. PARK, *Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing*, in *Business and Human Rights Journal*, 3(2), 2018, pp. 233-255.

bond e *social bond*, trattandosi di strumenti di tipo *use-of-proceeds* emessi per finanziare una combinazione di “*green projects*” e “*social projects*”.

Le prime imprese multinazionali ad emettere *corporate sustainability* e *social bond* furono rispettivamente Starbucks nel 2016 e Danone nel 2018¹⁸³, aprendo tale mercato al settore privato. L’attenzione per tali tipologie di strumenti è cresciuta enormemente a seguito dello scoppio della pandemia da COVID-19. Al riguardo, basti pensare che, mentre nel 2019 furono emessi *social bond* per complessivi 13 miliardi di dollari in tutto il Mondo, nel 2020 ne furono emessi per oltre 160 miliardi: più di dieci volte tanto¹⁸⁴. Solo nel 2020, peraltro: l’Unione Europea finanziò il programma SURE con emissioni di *social bond*; l’Ecuador emise il primo *social bond* sovrano, garantito dall’Inter-American Development Bank; l’African Development Bank emise *social bond* per oltre 3 miliardi di dollari per finanziare interventi di risposta alla pandemia¹⁸⁵. Ad oggi, il mercato dei *social bond* è prevalentemente occupato da istituzioni finanziarie pubbliche con espliciti mandati in materia soprattutto sociale, come le Banche nazionali e multilaterali di sviluppo.

Sustainability-linked bond. Come anticipato, i *sustainability-linked bond* sono obbligazioni sostenibili che non prevedono alcun vincolo di destinazione sul capitale prestato (per questo sono anche definiti come “*general purpose bond*”), ma si caratterizzano per il fatto che il loro rendimento varia in base al raggiungimento o meno, da parte dell’ente emittente, di predeterminati obiettivi di sostenibilità, in materia, ad esempio, di emissioni di gas serra e di efficienza energetica. Si tratta, dunque, di strumenti che offrono maggiore flessibilità all’ente emittente circa l’utilizzo del capitale prestato, ma lo vincolano al raggiungimento di specifici parametri di sostenibilità dallo stesso predeterminati; in difetto, sono previste variazioni della cedola o il pagamento di penalità¹⁸⁶. Per queste ragioni, gli strumenti in esame si collocano non nel quadro del finanziamento diretto dello Sviluppo sostenibile, ma nel contesto della transizione verso la sostenibilità, proprio attraverso l’impegno ad una riduzione delle esternalità ambientali negative da parte dell’emittente.

Il primo *sustainability-linked bond*, denominato “*General Purpose SDG Linked Bond*”, fu emesso dall’ENEL, nel 2019, come parte di una strategia innovativa finalizzata al raggiungimento di predeterminati obiettivi di sostenibilità a livello aziendale; nello

¹⁸³ Cfr. S.K. PARK, *Social Bonds for Sustainable Development*, cit., p. 241.

¹⁸⁴ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt, Global State of the Market 2020*, cit.

¹⁸⁵ Cfr. AFRICAN DEVELOPMENT BANK, Press release 27.3.2020. V. *supra* § 11 per gli altri due esempi citati.

¹⁸⁶ V. *infra* Capitolo IV, § 6.

specifico, il titolo prevedeva un aumento del tasso cedolare di 25 punti base in caso di mancato raggiungimento dell'obiettivo di riduzione del 70% delle emissioni di CO₂ con riferimento al periodo 2017-2030¹⁸⁷. È significativo, al riguardo, notare come tale innovazione sia stata introdotta nel mercato proprio attraverso la pubblicazione di un'apposita *framework*, analogamente a quanto già avveniva con riferimento agli strumenti standardizzati.

La rilevanza della novità introdotta indusse l'ICMA, nel 2020, ad elaborare i *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) per promuovere la trasparenza, l'integrità e lo sviluppo del settore. Naturalmente, le problematiche sottese a tale nuova tipologia di strumenti sono ben diverse da quelle che interessano gli *use-of-proceeds*. Nel merito, infatti, i SLBP prevedono, in luogo delle *four core components* dei *Green e Social Bond Principles*, le seguenti *five core components*: (i) *selection of key performance indicators*; (ii) *calibration of sustainability performance targets*; (iii) *bond characteristics*; (iv) *reporting*; (v) *verification*. Al riguardo, rinviando al prosieguo della trattazione l'esame della relativa disciplina, è opportuno sin d'ora sottolineare che l'attività di verifica successiva all'emissione di tali *bond* non è solamente raccomandata, come avviene per gli *use-of-proceeds bond*, ma è ritenuta espressamente obbligatoria¹⁸⁸.

Loans. Come meglio precisato *infra* Capitolo IV, § 1, la differenza tra *loans* e *bond* risiede nello strumento utilizzato, trattandosi, nel primo caso, di contratti di prestito di denaro stipulati privatamente e, nel secondo, di un vero e proprio strumento finanziario; in entrambi, però, le finalità e le caratteristiche di sostenibilità sono le medesime in base alla "*label*" di riferimento. Il mercato dei *loans* è quindi molto diverso da quello dei *bond*, essendo basato su contrattazioni private e non sull'offerta al pubblico: tipicamente, i *loans* sono concessi da banche e istituti di credito a singole imprese, e possono consistere in strumenti *use-of-proceeds* (*green, social e sustainability loans*) o in strumenti *performance-linked* (*sustainability-linked* o *ESG-linked loans*).

Gli *standard* internazionali in materia sono pubblicati da un insieme di associazioni di categoria (precisamente: la Loan Market Association, l'Asia-Pacific Loan Market Association e la Loan Syndications & Trading Association), in collaborazione con l'ICMA:

¹⁸⁷ Cfr. ENEL, *Enel's General Purpose SDG Linked Bond. Context and Principles, September 2019*; ID., *Sustainability-Linked Financing Framework 2020. October 2020*; VIGEO-EIRIS, *Second Party Opinion on Enel's Sustainability-Linked Financing Framework, 2020* (cfr. www.enel.com/).

¹⁸⁸ Sul punto v. *infra* Capitolo IV, § 6.

si tratta dei *Green Loan Principles*, dei *Social Loan Principles* e dei *Sustainability Linked Loan Principles*, emessi rispettivamente nel 2018, nel 2020 e nel 2021. Tali *standard* sono modulati sulla base dei corrispondenti *Green/Social/Sustainability-Linked Bond Principles* e ripropongono sostanzialmente la medesima disciplina¹⁸⁹.

Secondo le stime di Bloomberg, il mercato dei *loans* sostenibili di tipo *use-of-proceeds*, pur in espansione, ha ad oggi ancora dimensioni piuttosto ridotte, mentre quello dei *performance-linked loans* è cresciuto in maniera esponenziale negli ultimi due anni, guidando la crescita dell'intero settore dei *loans* sostenibili, di cui occupa una quota di mercato pari all'85%; tra il 2020 e il 2021, il volume annuale di *ESG-linked loans* è passato da USD 130 miliardi a 366 miliardi, per un totale di oltre 600 miliardi complessivamente emessi dal 2017 ad oggi. Confrontato con il mercato delle obbligazioni sostenibili, pari come detto a 2.800 miliardi dal 2007 ad oggi secondo le stime della CBI, risulta evidente l'enorme crescita e potenzialità del settore dei *loans*¹⁹⁰.

Transition bond. A partire dal 2019 iniziarono a comparire i primi *transition bond*¹⁹¹. Trattasi di *bond* di tipo *use-of-proceeds*, utilizzati per finanziare esclusivamente progetti idonei a ridurre l'impatto ambientale e climatico dell'emittente, riducendone le esternalità negative, senza produrre vere e proprie esternalità positive. Tali strumenti sono emersi per iniziativa di quei soggetti che, per via della loro attività produttiva in settori particolarmente "brown" dell'economia, come l'estrazione di combustibili fossili, incontrano evidenti limiti nell'accesso al mercato dei *green bond*, a causa del significativo rischio di ricevere una *external review* negativa per via dell'attività esercitata, ma sono comunque intenzionati a rendere più sostenibili i propri processi produttivi, riducendo in particolare le emissioni di gas serra¹⁹². Sul punto, non vi sono ancora *standard* internazionali e si registra un'ampia frammentazione a livello di mercato. Tuttavia, vi sono vari progetti volti a elaborare specifiche discipline volontarie per tali strumenti di tipo "transition", come ad esempio

¹⁸⁹ Sul punto v. Capitolo IV, nello specifico § 7.

¹⁹⁰ Dati Bloomberg riportati in R. DE LA ORDEN, I. DE CALONJE, *Sustainability-Linked Finance. Mobilizing Capital for Sustainability in Emerging Markets*, in *EMCompass note*, 110, International Financial Corporation, 2022.

¹⁹¹ Cfr. Y. SHI, *Revisiting the Bonds-Driven Green Transition*, in *Bond Monthly*, April, 2022, p. 5.

¹⁹² Cfr. T. ALLEN, *Transition Bonds. New funding for a greener world*, in *Market 360*, BNP Paribas, 2019, p. 1: "Transition bonds are a new asset class for industries with high greenhouse gas emissions 'brown industries' that will allow them to raise capital specifically to become less brown". Cfr. anche Y. SHI, *Revisiting the Bonds-Driven Green Transition*, cit.; OXFORD ANALYTICA, *Transition bonds market will grow from slow start*, 2021, disponibile online alla pagina web <https://www.caixinglobal.com/2021-11-15/transition-bonds-market-will-grow-from-slow-start-101805165.html>; CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit.

quello avviato dalla CBI, focalizzato sulla creazione di un'apposita “*transition label*”¹⁹³, o quello dell'ICMA, focalizzato su requisiti di trasparenza e *reporting*¹⁹⁴, oppure ancora quello del “*Transition Finance Study Group*”, un gruppo di ricerca accademica giapponese, che ha proposto un'apposita *Guidance* per l'emissione di tali strumenti¹⁹⁵.

La denominazione *transition* può dunque emergere come nuova categoria di strumenti di debito sostenibile, diversa da quella tradizionali di *green*, *social* e *sustainability* in quanto specificamente dedicata alla progressiva trasformazione dei processi produttivi dannosi per l'ambiente e per il clima, al fine di allinearsi sempre più agli obiettivi climatici di cui all'Accordo di Parigi. Invero, la denominazione “*Transition Finance*” sembra emergere come categoria distinta da quella della Finanza sostenibile, che, in base alla definizione di quest'ultima, può essere considerata come sua parte integrante ovvero come un diverso e autonomo settore¹⁹⁶. Il dibattito sul punto è appena cominciato. Peraltro, nonostante i *transition bond* siano inclusi dalla CBI tra gli strumenti che compongono il mercato del debito sostenibile¹⁹⁷, secondo le analisi di mercato condotte dalla medesima, le emissioni globali cumulative di tali strumenti ammontano a meno di USD 10 miliardi, per un totale di 32 strumenti e di 15 emittenti in totale, occupando una porzione minimale del mercato in

¹⁹³ Cfr. CBI, *Financing Credible Transitions. How to ensure the transition label has impact*, 202; ID., *A Climate Bonds discussion paper: Transition Finance for Transforming Companies. Avoiding greenwashing when financing company decarbonisation*, 2021. L'iniziativa è volta proprio ad elaborare il concetto di *transition* e ad individuare i principi fondamentali per l'elaborazione di una “*transition label*” a completamento delle altre *label* già esistenti (*green*, *social*, *sustainability* e *sustainability-linked*); cfr. in particolare, p. 3: “*The transition concept and any associated label could and should be a useful tool for identifying sectors and entities that are making ambitious transitions, as a complement to the existing green label*”.

¹⁹⁴ Cfr. ICMA, *Climate Transition Finance Handbook*, cit. Questa iniziativa non ha la funzione di specificare il concetto o fornire tassonomie, ma di precisare gli aspetti inerenti la trasparenza nei processi di emissione e la *disclosure* delle informazioni relevant; cfr., in particolare, p. 2: “*Given that transition pathways must be tailored to the sector and operating geographies of an issuer, and noting that issuers are generally at different starting points and on different pathways, this document does not seek to provide definitions or taxonomies of transition projects, noting that there are several efforts in this area underway globally. Rather, it clarifies the issuer-level disclosures which are recommended to credibly position the issuance of Use of Proceeds or Sustainability-Linked instruments to finance the transition, particularly of 'hard-to-abate' sectors*”.

¹⁹⁵ Cfr. TRANSITION FINANCE STUDY GROUP, *Transition Finance Guidance (final version)*, 2020. Il documento, modulato sulla base degli *standard* ICMA, si basa sui seguenti principi: 1) *Use of proceeds*; 2) *Process of Evaluation and Selection for Project and Companies*; 3) *Identification of the Transition Process and Outcomes*; 4) *Management of Proceeds*; 5) *Reporting*; e 6) *External Assessment*.

¹⁹⁶ Per un approfondimento cfr. tra gli altri: G. SHRIMALI, *Transition Bond Frameworks: Goals, Issues, and Guiding Principles*, in *The Journal of Impact and ESG Investing*, 2(4), 2022, pp. 30-5; G. SHRIMALI, T. HELLER, *A Note on Transition Bond and Finance*, in T. HELLER, A. SEIGER (ed.), *Settling Climate Accounts. Navigating the Road to Net Zero*, Cham, 2021, pp. 145-160; B. CALDECOTT, *Defining transition finance and embedding it in the post-Covid-19 recovery*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12 (3), 2022, pp. 934-938.

¹⁹⁷ In particolare, tra i documenti citati *supra* nota 1, che considerano il mercato in esame in termini organici e unitari, solo la CBI li include come componenti del mercato. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020 e 2021*, cit.

esame, pari a meno dello 0,5%¹⁹⁸. Il dato di mercato e l'ambiguità definitoria e normativa giustificano l'espunzione del citato strumento dal mercato ai fini della presente indagine.

§ 13. Il mercato globale del debito sostenibile verso la crescita esponenziale e il fenomeno del *greenwashing*.

Lo scoppio della pandemia ha accelerato lo sviluppo del mercato del debito sostenibile in tutto il Mondo, confermando la crescita esponenziale del settore, destinato ad avere sempre più rilevanza nel mercato globale dei servizi finanziari e a porsi come fattore di riforma del mercato stesso. La pandemia ha, infatti, indotto sempre più soggetti pubblici e privati ad emettere *social bond* e *sustainability bond* per far fronte all'emergenza sanitaria in atto e supportare progetti di sostenibilità sociale, così favorendo la crescita di tali strumenti all'interno di un mercato, quello del debito sostenibile, sino ad allora nettamente dominato dai soli *green bond*. Inoltre, l'aumento del debito pubblico per contrastare la crisi pandemica ha spinto un maggior numero di Stati, nonché l'Unione Europea, ad emettere *bond* sovrani (o sovrnazionali) per finanziare in modo specifico la transizione ambientale e climatica nelle rispettive giurisdizioni. Secondo alcune stime, le emissioni globali di *bond* sostenibili dovrebbero raggiungere la somma di USD 1.35 trilioni nel 2022¹⁹⁹, e di ben 7 trilioni nel 2025²⁰⁰.

Questa fase di crescita esponenziale del settore sembra innescata dalla combinazione di due principali fattori: la maturazione del mercato e lo scenario economico e politico post-pandemico. Sotto il primo profilo, occorre rilevare che si è ormai raggiunto un certo grado di maturazione del mercato, il quale, sulla base dei differenti strumenti di debito sostenibile, degli *standard* e delle prassi sempre più uniformi e ormai radicate a livello internazionale, dell'esperienza decennale accumulata dai vari attori del mercato, dell'affermazione dell'*external review* come comune prassi di mercato per la verifica della *compliance*, dell'innovazione finanziaria e tecnologica in corso e delle varie iniziative politiche avviate per supportare ulteriormente il settore, sembra prospettarsi come una vera e propria soluzione "di sistema" ai problemi legati alla sostenibilità, che nessun attore, pubblico o

¹⁹⁸ Dati CBI. Cfr. CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, cit., p. 2. Percentuale elaborata sulla base dei dati CBI, che stimano l'intero mercato in complessivi USD 2.800 miliardi alla chiusura del 2021.

¹⁹⁹ MOODY'S, *Sustainable bonds to hit record \$1.35 trillion in 2022*, 2022.

²⁰⁰ INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *Sustainable Debt Monitor. Boom time!*, 2022, disponibile alla pagina web https://www.iif.com/portals/0/Files/content/SDM_Jan2022_vf.pdf.

privato, può più permettersi di ignorare, fosse anche solo per le conseguenze economico-reputazionali che ciò potrebbe comportare, soprattutto dal lato degli investitori istituzionali.

Sotto il secondo profilo, occorre considerare che, a fronte del notevole aumento del livello già significativo del debito pubblico (e privato) globale causato dalla crisi pandemica, potrebbe risultare sempre più opportuno per numerosi attori economici emettere nuovo debito vincolato a precise regole di sostenibilità, per differenziarlo dal resto. Ciò vale: sia per gli Stati e gli altri soggetti pubblici, che possono così finanziare in modo specifico la transizione verso lo Sviluppo sostenibile, offrendo titoli più appetibili dei tradizionali *unlabelled bond*; sia per le società private, le quali possono così finanziare propri obiettivi di sostenibilità a livello aziendale, emettendo titoli che non solo ne migliorano la reputazione e ne aumentano le *performance* ESG, ma che potranno, altresì, godere di determinati benefici nell'ambito di politiche economiche nazionali che potranno opportunamente essere realizzate. Infatti, essendosi raggiunto un certo grado di maturità del mercato, le iniziative politiche sul punto non dovrebbero tardare ad arrivare, soprattutto a livello di incentivi economici e fiscali.

A fronte dello scenario sopra descritto, si rivela essenziale affrontare, a livello internazionale, il problema del “*greenwashing*” (o “*SDG-washing*”, “*ESG-washing*”, “*white-washing*” o “*socialwashing*” a seconda dei casi), che consiste nell'uso improprio degli strumenti di debito sostenibile, allorché gli impegni assunti al momento dell'emissione non vengano successivamente onorati. Nonostante l'ampia diffusione degli *standard* e dell'*external review* per garantire la trasparenza e l'integrità del mercato, permane un preoccupante vuoto di *enforcement* per quanto riguarda gli *standard* applicabili. La corretta applicazione di questi ultimi, infatti, è verificata esclusivamente attraverso la prestazione, su base volontaria, di un'*external review* da parte di soggetti che, in genere, non risultano sottoposti ad alcuna forma di supervisione e controllo da parte delle autorità nazionali. I fornitori di servizi di *external review* svolgono, dunque, un ruolo cruciale nella *governance* del mercato a livello internazionale, al quale pare necessario associare una forma di responsabilità di tipo giuridico per l'attività di controllo prestata, a tutela degli interessi collettivi e dei beni pubblici sottesi a tali strumenti e connessi allo Sviluppo sostenibile²⁰¹. Prima di procedere con siffatta analisi, occorre indagare gli *standard* esistenti per ciascuno degli strumenti sopra analizzati.

²⁰¹ Sul punto v. più nello specifico il Capitolo VI.

Capitolo IV

Gli strumenti di debito sostenibile: fattispecie e disciplina secondo gli standard ICMA e gli altri standard rilevanti

§ 1. Elementi costitutivi e distinzioni fondamentali.

La crescita repentina e accelerata del settore del debito sostenibile a livello globale pone importanti interrogativi in termini di ricostruzione, inquadramento, definizione e disciplina. Come visto, infatti, tale settore è emerso in maniera distinta nello scenario finanziario internazionale soprattutto nel biennio 2020-2021, con il proliferare dei vari strumenti di debito sostenibile che hanno arricchito e ampliato il mercato sino ad allora essenzialmente centrato sui soli *green bond*. Alla luce di tale fenomeno, pare inevitabile fare riferimento in termini unitari all'intero mercato del debito sostenibile, inteso come struttura aperta che comprende non solo gli strumenti già standardizzati a livello internazionale di mercato, ma anche quelli che stanno emergendo o emergeranno in futuro per effetto dell'incessante innovazione, come i *transition bond* sopra citati. Risulta, quindi, necessario delimitare i confini di tale settore in continua espansione, attraverso uno sforzo definitorio. Inevitabilmente, tale operazione dovrà essere effettuata secondo un approccio di tipo induttivo, vale a dire partendo dall'osservazione empirica dell'evoluzione del mercato e dall'analisi delle definizioni e dalle discipline offerte dagli *standard* internazionali comunemente applicati nella prassi internazionale di mercato.

Per quanto riguarda l'osservazione empirica del fenomeno, si è già avuto modo di rilevare più volte come il successo internazionale dei *green bond* abbia portato all'emersione su scala globale di un settore dei servizi e dei mercati finanziari che si caratterizza per l'emissione e lo scambio di strumenti di debito che sono espressamente denominati dall'emittente come sostenibili o in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile; tale settore è

oggetto di studi giuridici e di ricerche di mercato specifiche, che vertono sugli strumenti così “etichettati” per esplorare il nesso tra indebitamento e Sviluppo sostenibile¹.

Per quanto riguarda l’analisi delle norme e delle prassi rilevanti, che sarà dispiegata nei successivi paragrafi, si è constatato: in primo luogo, che non esiste una definizione internazionalmente valida e vincolante di strumento di debito sostenibile e che non esistono definizioni di tale natura neanche per i singoli strumenti che compongono questo mercato²; in secondo luogo, che vi è però un diffuso consenso a livello globale sulle caratteristiche strutturali di tali strumenti e sulla loro definizione e disciplina, grazie alla convergenza delle prassi formatesi sulla base degli *standard* internazionali privati dell’ICMA, nonché regionali e nazionali, che regolano nello specifico i singoli strumenti³.

Gli *standard* ICMA (segnatamente i *Green, Social e Sustainability-Linked Bond Principles* e *Sustainability Bond Guidelines*) godono di un elevatissimo livello di effettività del mercato, pari a oltre il 95% in termini di volumi di emissione nel biennio 2020-2021⁴. Ad essi, inoltre, sono pienamente allineati il *Climate Bonds Standard and Certification Scheme*, gli *standard* ASEAN (segnatamente gli *ASEAN Green, Social e Sustainability-Linked Bonds Standards*) e lo *European Green Bond Standard* (che è ancora in fase di approvazione), nonché gli *standard* in materia di *green, social, sustainability e sustainability-linked loans* (vale a dire i *Green Loan Principles*, i *Social Loan Principles* e i *Sustainability-Linked Loans Principles* emessi congiuntamente dalla LMA, APLMA e LSTA)⁵. Occorre, dunque, fare riferimento agli *standard* ICMA per ricostruire fattispecie e

¹ V. *supra* Capitolo III, § 1, nello specifico nota 1.

² Come osservato da S.K. PARK, *Investor as Regulators*, cit., p. 12, con riferimento ai *green bond*: “For purposes of issuing and investing in green bonds, there is no single legal definition. This is, in fact, by design. A standard green bond is distinguished from a standard (i.e., “plain vanilla”) bond by being “labeled” as green by the issuer – i.e., designated by the issuer as a bond whose principal is exclusively earmarked to finance “green” projects, assets, or business activities”.

³ Con *standard* internazionali privati ci si riferisce precisamente: per i *bond*, ai *Green Bond Principles, Social Bond Principles, Sustainability Bond Guidelines e Sustainability-Linked Bond Principles* pubblicati dall’INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION; per i *loans* a *Green Loans Principles, Social Bond Principles e Sustainability-Linked Loans Principles*, pubblicati congiuntamente dalla LOAN MARKET ASSOCIATION, dall’ASIA-PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION e dalla LOAN SYNDICATIONS & TRADING ASSOCIATION; per *bond* e *loans* di tipo *green*, anche al *Climate Bonds Standard and Certification Scheme* pubblicato dalla CLIMATE BONDS INITIATIVE. Con *standard* regionali ci si riferisce agli *ASEAN Green/Social/Sustainability Bond Standard* dell’ASEAN CAPITAL MARKETS FORUM (v. *supra* Capitolo III, § 9) e allo *European Green Bond Standard* (v. *infra* § 8). Con *standard* nazionali ci si riferisce a quelli specificamente citati *supra* Capitolo III, § 9.

⁴ Cfr. ICMA, *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2020*, cit., e ID., *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2021*, cit., secondo cui i *bond* sostenibili emessi nel 2021 e nel 2020 basati sugli *standard* dell’ICMA rappresentano, a livello di valore, oltre il 95% del mercato globale.

⁵ L’allineamento agli *standard* ICMA è espressamente dichiarato in tutti i documenti normativi citati (cfr. *Climate Bonds Standard and Certification Scheme*, clausola D1.1; *ASEAN Green Bonds Standards, ASEAN Social Bonds Standards, ASEAN Sustainability Bonds Standards e ASEAN Sustainability-Linked Bonds Standards*, Introduction; *Green Loan Principles, Social Loan Principles e Sustainability-Linked Loans*

disciplina degli strumenti di debito sostenibile. Detti *standard* vanno poi opportunamente integrati con altri documenti normativi emessi dalla medesima ICMA, in particolare l'*Harmonised Framework for Impact Reporting* (per i *green bond*) e l'*Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bond*, che disciplinano, sempre su base volontaria, l'attività di *impact reporting*, e le *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*, che disciplinano la prestazione dei servizi di *external review* relativi agli strumenti in esame⁶.

Sulla base dell'analisi normativa condotta nell'ambito della presente ricerca, ulteriormente dettagliata nei successivi paragrafi, è possibile concludere che appartengono al settore del debito sostenibile tutti quegli strumenti che possiedono le seguenti caratteristiche: (i) sono qualificabili come “strumenti di debito”; (ii) sono “etichettati” come sostenibili o in termini riferibili allo Sviluppo sostenibile; (iii) perseguono finalità riconducibili allo Sviluppo sostenibile. Tali elementi identificano il mercato globale degli strumenti di debito sostenibile come segmento distinto e autonomo dei mercati finanziari internazionali. Diversamente dal settore della Finanza sostenibile, che, come detto, non presenta caratteri di autonomia, il mercato oggetto di indagine si configura come un settore pienamente autonomo rispetto al più ampio mercato degli strumenti e dei servizi di debito, proprio dal punto di vista normativo, per effetto dell'emersione, nella prassi internazionale di mercato, di specifiche discipline di natura sia sostanziale (relativi agli adempimenti prima e dopo l'emissione dello strumento), sia procedurale (relativi ai servizi di controllo e di verifica della *compliance* tramite *external review*) in forza della diffusa e generale applicazione degli *standard* ICMA da parte dei vari partecipanti al mercato, pubblici e privati, e del loro recepimento all'interno degli *standard* nazionali e regionali e delle discipline dei singoli mercati regolamentati⁷.

Quanto al primo elemento citato (la qualificazione dello strumento come “strumento di debito”), è possibile affermare che con la denominazione di “*debt instrument*” si intende, nel lessico finanziario internazionale, ogni operazione finanziaria che si caratterizza come prestito di denaro tra due controparti (un soggetto debitore e uno o più prestatori di denaro),

Principles, Introduction) ad eccezione dello EU GBS, in cui l'allineamento risulta inequivocabilmente dall'analisi comparata degli *standard* ICMA e della proposta di regolamentazione (sul punto v. *infra* § 8).

⁶ In tema di *external review*, l'ACMF non ha emesso linee-guida per il mercato ASEAN, mentre la LMA, APSTA e LSTA hanno emesso le proprie *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Loans External Reviews*, che ripropongono le medesime disposizioni delle *Guidelines* ICMA. Diversamente, sia il CBS che l'EU GBS disciplinano autonomamente e più approfonditamente i processi di *review* nell'ambito dei rispettivi schemi di certificazione.

⁷ Sul punto v. *supra* Capitolo III, § 9 e § 10.

che preveda la restituzione del capitale e il pagamento di interessi⁸. Tipicamente, appartengono a tale categoria gli strumenti a reddito fisso come *bond*, *note*, *debenture*, *loans*, *credit lines* e quindi sia veri e propri strumenti finanziari, sia servizi finanziari prestati sulla base di contratti stipulati privatamente⁹. Al riguardo, infatti, gli *standard* internazionali in materia di *bond* e *loans* sostenibili non solo non offrono definizioni di natura tecnico-finanziaria in merito agli strumenti regolati, ma, al contrario, dichiarano di applicarsi ad ogni tipo di “*bond instrument*” ovvero di “*loan instrument*”, senza specificare ulteriormente tali categorie¹⁰; Inoltre, il *Climate Bonds Standard*, che è lo schema di certificazione più rilevante in materia di strumenti climatici, consente di certificare non solo *bond* e *loans*, ma anche altri e diversi “*debt instruments*” come *commercial papers*, *revolving credit facilities*, *green bond fund* o contratti di deposito presso istituzioni finanziarie¹¹. Pertanto, la nozione di strumento di debito deve intendersi nel senso lato sopra precisato, essendo l’operazione di prestito di denaro tra due controparti ciò che accomuna e caratterizza dal punto di vista giuridico-finanziario gli strumenti rilevanti.

Sul punto, occorre, poi, precisare che sono pacificamente esclusi dal mercato in esame quegli strumenti come i *social impact bonds*¹², *social impact incentives*¹³, *social success note*¹⁴, che sottendono operazioni complesse tra soggetto debitore, prestatore/i di denaro e

⁸ Cfr. INVESTOPEDIA (www.investopedia.it/), fornitore di dizionari e definizioni in ambito finanziario utilizzato in tutto il Mondo, secondo cui “*A debt instrument is a tool an entity can utilize to raise capital. It is a documented, binding obligation that provides funds to an entity in return for a promise from the entity to repay a lender or investor in accordance with terms of a contract*”.

⁹ Cfr. INVESTOPEDIA (www.investopedia.it/).

¹⁰ Infatti, come più analiticamente illustrato nei successivi paragrafi: da un lato, i *Green Bond Principles*, *Social Bond Principles*, *Sustainability Bond Guidelines* e *Sustainability-Linked Bond Principles* considerano rientranti nella categoria regolata “*any kind of bond instrument*”; dall’altro lato, i *Green Loan Principles*, *Social Loan Principles* e *Sustainability-Linked Loans Principles*, considerano ai propri fini “*any kind of loan instrument*”. Allo stesso modo si esprimono gli *standard* ASEAN sopra richiamati. Lo European Green Bond Standard, invece, si riferisce genericamente ai “*bond*”, senza definirli ulteriormente.

¹¹ Il *Climate Bonds Standard* distingue gli strumenti che possono ottenere la certificazione climatica tra: “*bond, loan or other debt instrument*” (cfr. *Climate Bonds Standard*, clausola D.1.1); questi ultimi sono meglio descritti nell’*Annex I* dello *Standard*.

¹² I *social impact bond* (SIB) consistono in contratti trilaterali tra un ente governativo o altro committente, un fornitore di servizi di rilevanza sociale, come un’impresa sociale o un’organizzazione *no profit*, e degli investitori, con cui questi ultimi si impegnano a finanziare il fornitore di servizi sociali, mentre il committente si impegna a pagare determinate somme di denaro per ottenere benefici sociali predefiniti Cfr. OECD, *Understanding Social Impact Bonds*, Working Paper, 2016.

¹³ I *social impact incentives* (SIINC) consistono in contratti bilaterali tra un’impresa sociale o altro fornitore di servizi sociali e un ente governativo o altro committente, con cui questi ultimi si impegnano a corrispondere somme di denaro ai primi in caso di raggiungimento di benefici sociali predefiniti, al fine di aumentarne i relativi profitti e quindi la scalabilità dell’impresa. Cfr. ROOTS OF IMPACT - SWISS AGENCY FOR DEVELOPMENT AND COOPERATION, *Social Impact Incentives (SIINC). Enabling High-Impact Social Enterprises to Improve Profitability and Reach Scale*. White Paper, 2016.

¹⁴ Le *social success note* (SSN) consistono in contratti trilaterali di finanziamento conclusi tra un’impresa sociale o altro fornitore di servizi sociali, un ente governativo o altro ente filantropico e degli investitori, in cui il capitale prestato viene ripagato dei primi, mentre gli interessi sono corrisposti dall’ente governativo o

un terzo soggetto (in genere un ente governativo o un ente benefico) che effettua un esborso di denaro per ottenere un determinato risultato di ordine sociale rilevante ai propri fini istituzionali: tali strumenti sono considerati espressione di un diverso fenomeno, identificato con il termine di “*Blended Finance*”, che non si ritiene sovrapponibile a quello del debito sostenibile, da un lato, perché riguarda contemporaneamente più soggetti oltre al debitore e al creditore-investitore, dall’altro lato, perché all’operazione di prestito di denaro si sovrappongono operazioni economiche di natura diversa¹⁵. La definizione di *debt instrument* sopra riportata, facendo riferimento ad uno schema di prestito di denaro di natura eminentemente bilaterale, consente, dunque, di escludere ‘normativamente’ dal mercato gli strumenti da ultimo indicati, che sono già pacificamente considerati estranei ad esso sotto il profilo economico e di mercato.

Quanto al secondo elemento sopra menzionato (la denominazione del titolo dello strumento con riferimento ad una specifica “*label*”), si è già osservato come assuma rilevanza centrale, per la delimitazione del mercato, il dato formale della denominazione dello strumento come sostenibile o simile, che avviene attraverso un’operazione di *self-labeling* posta in essere direttamente dal medesimo soggetto emittente e non attraverso il conferimento di un certificato o un’autorizzazione da parte di una pubblica autorità competente. Questa attività di auto-etichettatura si legittima attraverso la pubblicazione da parte dell’emittente di un’apposita *framework*, redatta sulla base degli *standard* di settore, la cui conformità agli *standard* applicati viene di regola confermata tramite la prestazione di un’*external review* da parte di un soggetto terzo indipendente.

Il settore del debito sostenibile, per come ad oggi si presenta nella prassi di mercato, non include, come visto, gli strumenti *unlabeled*. L’unica eccezione, che però conferma la regola, è rappresentata da quegli strumenti originariamente *unlabeled* che hanno però ottenuto idonea certificazione ai sensi del *Climate Bonds Standard*: in tal caso, è il certificato stesso che “etichetta” *ex novo* lo strumento come “*climate-aligned*”, e quindi come sostenibile, senza che vi sia stata precedente attività di denominazione formale, ovvero di *self-labeling*, da parte dell’emittente. In tale prospettiva, la CBI, che certifica un’ampia

filantropico sulla base dei risultati ottenuti. Cfr. NITI CONSULTING, *Social Success Note. Playbook. A blended finance tool for social impact*, 2020.

¹⁵ La circostanza è pacifica. I citati strumenti consistono in meccanismi finanziari innovativi appartenenti al settore della “*Blended Finance*”, definito come l’uso strategico di risorse finanziarie per lo sviluppo, finalizzato alla mobilitazione di finanziamenti aggiuntivi a supporto dello Sviluppo sostenibile e degli SDGs nei Paesi in via di sviluppo. Cfr. su tutti OECD, *Making Blended Finance Work for the Sustainable Development Goals*, 2018, p. 13: “*Blended finance is the strategic use of development finance for the mobilisation of additional finance towards sustainable development in developing countries*”.

gamma di strumenti, svolge un'autonoma funzione di *labeling* rilevante per l'intero settore della Finanza sostenibile.

Quanto al terzo elemento (la finalità perseguita), si ritiene che la finalità di Sviluppo sostenibile sia il dato sostanziale che caratterizza e identifica lo strumento, senza il quale la sua qualificazione come sostenibile risulterebbe infondata e darebbe quindi origine ad una fattispecie di *greenwashing*. Ai fini della corretta qualificazione della finalità perseguita, pare inevitabile fare riferimento al concetto internazionale di Sviluppo sostenibile, che consiste nell'integrazione tra dimensione economica, dimensione ambientale e dimensione sociale, nonché all'Agenda 2030 e all'Accordo di Parigi, che ne hanno specificato alcuni aspetti. Può, dunque, correttamente concludersi che la finalità perseguita dallo strumento deve essere riconducibile ad almeno una delle dimensioni dello Sviluppo sostenibile ovvero ad uno dei 17 *Sustainable Development Goals*. Per quanto riguarda gli strumenti tipizzati tramite *standard* internazionali, la finalità di Sviluppo sostenibile è *in re ipsa*; per quanto riguarda, invece, gli strumenti innovati non ancora standardizzati (come gli strumenti di tipo *transition*) risulta indispensabile fare riferimento alle precise considerazioni sulla base delle quali il singolo emittente ha ritenuto di qualificare lo strumento come sostenibile, le quali, secondo un principio ricavabile dall'analisi di tutti gli *standard* di mercato esistenti, devono essere specificamente indicate nell'apposita *framework*, senza la quale qualunque denominazione tematica dello strumento risulterebbe priva di fondamento e di significato¹⁶.

Intorno a tali elementi costitutivi della categoria in esame, in assenza dei quali deve ritenersi del tutto impropria la qualificazione di un determinato strumento come “strumento di debito sostenibile”, emergono tre distinzioni fondamentali, riguardanti: (i) la natura degli obiettivi di Sviluppo sostenibile perseguiti; (ii) la tipologia di strumento di debito; (iii) il meccanismo giuridico e finanziario con cui le predette finalità vengono concretamente attuate.

In primo luogo, gli strumenti di debito sostenibile si differenziano in base alla natura degli obiettivi di sostenibilità che l'emittente promette di realizzare, che possono riguardare la dimensione ambientale, sociale o entrambe le dimensioni dello Sviluppo sostenibile. Per l'effetto, si distingue, rispettivamente, tra *green*, *social* e *sustainability debt instruments*¹⁷. È pacifico che gli strumenti di tipo “*climate*” e i cosiddetti “*blue bond*” rappresentano una

¹⁶ Ciò è, infatti, avvenuto con riferimento al primo *sustainability-linked bond* emesso dall'ENEL, che ha giustificato l'innovazione dalla stessa introdotta proprio tramite una dettagliata *framework*.

¹⁷ Con riferimento ai bond, cfr. ICMA, *Guidance Handbook*, cit., p. 9: “*Green, Social and Sustainability Bonds are any type of bond instrument where the proceeds will be exclusively applied to eligible environmental and social projects or a combination of both*”.

sottocategoria dei primi, mentre i “*gender bond*” e gli “*SDG-bond*” appartengono rispettivamente alla seconda categoria ovvero, a seconda dei casi, alla seconda o ad entrambe le categorie citate¹⁸. Analogamente, gli strumenti di tipo *sustainability-linked* sono inquadrabili come strumenti di tipo *sustainability* in quanto, di regola, perseguono obiettivi di natura sia ambientale che sociale. Diverso è il caso degli strumenti di tipo *transition*, i quali, come visto, non possono qualificarsi come *green*, perché non realizzano propriamente dei benefici in termini ambientali, ponendo, dunque, il problema della loro collocabilità all’interno o all’esterno del fenomeno della Finanza sostenibile, per effetto dell’emersione della denominazione *transition* come nuova e diversa categoria di strumenti¹⁹.

In secondo luogo, gli *standard* internazionali (ICMA, ASEAN e CBI) dividono in due macro-categorie di strumenti di debito: qualsiasi tipo di “*bond instrument*”, da una parte, e qualsiasi tipo di “*loan instrument*”, dall’altra. Dal momento che gli *standard* non chiariscono cosa si intende per *bond instrument* o *loan instrument*, al fine di interpretare tali diciture occorre fare riferimento, più che al diritto dei mercati finanziari *strictu sensu*, che è caratterizzato da un’ampia frammentazione normativa a livello internazionale, alla terminologia generalmente utilizzata in ambito finanziario internazionale per classificare gli strumenti esistenti²⁰.

La parola “*bond*”, infatti, non ha uno specifico significato tecnico-giuridico²¹. In generale, tuttavia, per “*bond instrument*” si suole intendere qualsiasi tipo di strumento finanziario a reddito fisso che rappresenta un’operazione di prestito di denaro effettuata dall’investitore che ha acquistato il titolo, con la promessa dell’ente emittente di restituire il capitale prestato, unitamente agli interessi periodici pattuiti, secondo le modalità e le tempistiche indicate nel contratto²². Si tratta, dunque, di un titolo rappresentativo di un’operazione di finanziamento a debito effettuata sui mercati finanziari, in genere a lungo

¹⁸ Sul punto v. *supra* nota 10.

¹⁹ Cfr. CBI, *Financing Credible Transitions*, cit., p. 5, secondo cui “*the transition label can be used for eligible investments that: are making a substantial contribution to halving global emissions levels by 2030 and reaching net zero by 2050 but will not have a long term role to play; or will have a long term role to play, but at present the long term pathway to net zero goals is not certain*”.

²⁰ Gli *standard* rilevanti non specificano cosa si intenda esattamente per *debt*, *bond*, o *loan instrument*, avendo la finalità di disciplinarne gli aspetti di sostenibilità, non le specifiche finanziarie. Inoltre, non esiste una definizione giuridica internazionale rilevante nel quadro del diritto dei mercati finanziari o del diritto finanziario internazionale da cui il concetto in esame può essere chiaramente definito nei suoi elementi essenziali e costitutivi.

²¹ Cfr. C. BAMFORD, *Principles of International Financial Law*, Oxford, 2011, p. 155: “*The world ‘bond’ has no technical meaning. It is used as a generic term to include all obligations and instruments which constitute or evidence long-term indebtedness, and which are traded between investors during the period between their issue and the date of redemption*”.

²² Cfr. P.H. COLLIN, *Dictionary of Banking and Finance*, III. ed., 2015, *ad vocem*; nonché C. BAMFORD, *Principles of International Financial Law*, cit., pp. 155 ss.

termine²³. Quest'ultima può assumere sia la forma di un *bond* tradizionale (come ad esempio, per il diritto italiano, di un'obbligazione *ex artt.* 2140 e ss. cc.) sia altre forme giuridiche, simili alle prime, ma diverse sotto taluni aspetti. Tra queste vengono in rilievo sia quelle che si sono ampiamente diffuse nella prassi internazionale, come *commercial papers* e *debentures*, sia quelle che sono scambiate in taluni specifici ordinamenti, come i *schuldschein* del diritto tedesco o i *sukuk* del diritto islamico²⁴. Alla luce di ciò, deve concludersi che la caratteristica distintiva dei “*bond instrument*” è la loro natura di strumento finanziario ovvero la loro negoziazione secondo il meccanismo dell'offerta al pubblico tramite i mercati finanziari. Diversamente, per “*loan instrument*” si intende qualsiasi tipo di contratto stipulato privatamente tra due o più parti che sottende un'operazione di prestito di denaro²⁵. Elemento distintivo e caratterizzante, in questo caso, è la negoziazione privata dello strumento.

In terzo luogo, gli strumenti di debito sostenibile si distinguono, in base al meccanismo giuridico-finanziario, tra “*use-of-proceeds*” e “*performance-linked*”²⁶. Come già più volte ribadito, la prima categoria riguarda quegli strumenti che si caratterizzano giuridicamente per il vincolo di destinazione impresso dall'ente emittente sul capitale preso a prestito, che deve essere utilizzato per finanziare progetti con predeterminate caratteristiche di sostenibilità: appartengono, dunque, a tale categoria i *green, social e sustainable bond* e *loans*²⁷, nonché, tra gli strumenti non standardizzati, i *transition bond*²⁸. La seconda categoria riguarda, invece, quegli strumenti in cui non vi è alcuna limitazione sul riutilizzo del capitale, ma la *performance* finanziaria del titolo è legata al raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità predeterminati dallo stesso ente emittente nella relativa *framework*: appartengono, dunque, a tale categoria i *sustainability-linked* (o *ESG-linked*) *bond* e gli omologhi *loans*²⁹.

²³ *Ivi*.

²⁴ Sulle varie tipologie di *bond instruments* v. la sezione specifica *infra* § 4.

²⁵ Cfr. P.H. COLLIN, *Dictionary of Banking and Finance*, cit., *ad vocem*.

²⁶ Su tale distinzione, cfr., su tutti, ICMA, *Guidance Handbook*, cit.

²⁷ Cfr. ICMA, *Guidance Handbook*, cit., p. 9, secondo cui “*Green, Social and Sustainability Bonds are any type of bond instrument where the proceeds will be exclusively applied to eligible environmental and social projects or a combination of both*”. Sul vincolo di destinazione come elemento distintivo degli *use-of-proceeds bond*, si veda in particolare il paragrafo successivo con specifico riferimento ai *green bond*, le cui considerazioni valgono anche per *social e sustainability bond*.

²⁸ Sulla natura di *use-of-proceeds* di tali strumenti, v. *supra* Capitolo § 12, sottoparagrafo “*transition bond*”.

²⁹ Cfr. *Sustainability-Linked Bond Principles*, p. 2, secondo cui: “*Sustainability-Linked Bonds (SLBs) are any type of bond instrument for which the financial and/or structural characteristics can vary depending on whether the issuer achieves predefined Sustainability/ ESG objectives. In that sense, issuers are thereby committing explicitly (including in the bond documentation) to future improvements in sustainability outcome(s) within a predefined timeline. SLBs are a forward-looking performance-based instrument*”. V. *infra* § 6.

§ 2. Green Bond: definizione ed elementi costitutivi.

I *Green Bond Principles* dell'ICMA definiscono i *green bond* come “*any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects and which are aligned with the four core components of the GBP*”³⁰. Analoga definizione è contenuta nel CBS³¹, nonché negli *standard ASEAN*³².

La menzionata definizione si può dividere in due parti essenziali: la prima riguarda la qualificazione dello strumento di debito come “*bond instrument*”; la seconda riguarda la qualificazione di quest'ultimo come “*green*”. Quanto al primo profilo, vale quanto detto al paragrafo precedente, per cui ogni tipo di strumento finanziario obbligazionario o similare rientra in tale categoria. Quanto al secondo profilo, occorre fare riferimento alla seconda parte definizione, che può essere scomposta in tre fondamentali elementi: (i) il processo di destinazione dei proventi (o vincolo di destinazione); (ii) gli *eligible green projects*; (iii) le *four core components* dei GBP. A questi deve aggiungersi (iv) la *green bond framework*, che deve considerarsi anch'esso elemento costitutivo della definizione di *green bond*, come di seguito argomentato.

Il processo di destinazione dei proventi. Il processo per cui i proventi (o un ammontare equivalente) sono destinati al finanziamento (o al rifinanziamento) esclusivo (in tutto o in parte) di progetti sostenibili è l'elemento distintivo e caratterizzante degli *use-of-proceeds bond*. Al riguardo, i GBP specificano: in primo luogo, che *tutto* il capitale raccolto o una somma equivalente deve essere interamente destinato a tale finalità; in secondo luogo, che il capitale può essere utilizzato per finanziare ovvero anche rifinanziare progetti; in terzo luogo, che tali progetti possono essere nuovi ovvero già esistenti. Ai sensi dei GBP, la creazione di tale sorta di “vincolo di destinazione” o “processo di destinazione dei proventi” (“*the earmarking of proceeds*”) viene stabilita dall'ente emittente nella *green bond*

³⁰ Cfr. *Green Bond Principles*, p. 3.

³¹ Cfr. *Climate Bonds Standard*, clausola D1.1.: “*Green Bond, Green Loan or Green Debt Instrument: A bond, loan or other debt instrument where the proceeds will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible green projects, and which is aligned with the four core components of the Green Bond Principles or the Green Loan Principles*”.

³² Gli *ASEAN Green Bond Standards* definiscono gli *ASEAN green bond* come “*bonds and sukuk which comply with the ASEAN GBS, where the proceeds will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects*” (cfr. *ASEAN Green Bond Standards, Definitions*), con la precisazione che “*The ASEAN GBS are aligned with the GBP. Any guidance issued by ICMA on the GBP should also be considered, where relevant*” (cfr. art. 1.2). Analoghe disposizione sono riproposte per i *social bond*.

framework, che è il documento che disciplina in concreto tutti gli aspetti relativi alla *greenness* di un *green bond*. Com'è noto, l'efficacia giuridica di tale documento varia significativamente a seconda della giurisdizione di riferimento e dello schema contrattuale adottato.

Gli “eligible green projects”. Solo gli *eligible green projects* possono essere finanziati tramite *green bond*. I GBP non forniscono una precisa definizione di cosa si intenda esattamente con tale denominazione. Infatti, non è interesse dell'ICMA stabilire precisamente che cosa è *green* e che cosa no³³; ai fini dei GBP³⁴, ciò che rileva è: da un lato, che tali attività devono comunque potersi qualificare come *green* secondo determinati criteri; dall'altro, che le stesse devono essere “eligible” ovvero rispondere a criteri di selezione indicati dallo stesso emittente nell'apposita *green bond framework*. Sulla base di tali premesse, è possibile ricostruire la nozione di *eligible green projects*.

Innanzitutto, per “*projects*” i GBP intendono “*assets, investments and other related and supporting expenditures such as R&D*”³⁵. Tale precisazione vuole includere nella nozione di progetto qualsiasi attività di natura economica o finanziaria, incluse le spese sostenute per finanziare progetti in tema di ricerca e sviluppo. Sul punto, anche il CBS, che dettaglia maggiormente il concetto di “*project*”, espone un elenco di attività talmente da ampio da ricomprendere, essenzialmente, ogni attività di natura economico e finanziaria³⁶. Lo stesso vale anche per gli altri *standard* ASEAN³⁷ e per l'EU GBS³⁸.

³³ Cfr. Green Bond Principles, p. 5: “*the GBP’s purpose is not to take a position on which green technologies, standards, claims and declarations are optimal for environmentally sustainable benefits*”.

³⁴ Cfr. Green Bond Principles, p. 1: “*the Principles are a collection of voluntary frameworks with the stated mission and vision of promoting the role that global debt capital markets can play in financing progress towards environmental and social sustainability. The Principles outline best practices when issuing bonds serving social and/or environmental purposes through global guidelines and recommendations that promote transparency and disclosure, thereby underpinning the integrity of the market. The Principles also raise awareness of the importance of environmental and social impact among financial market participants, which ultimately aims to attract more capital to support sustainable development*”.

³⁵ Cfr. Green Bond Principles, p. 4.

³⁶ Cfr. Climate Bonds Standard, clausola D.3.3: “*Eligible Projects & Assets: Parts or collections of: - Physical assets or projects owned by the Issuer, and/or - Debt or other financing arrangements provided by the Issuer to finance projects or physical assets, and/or - Related and supporting expenditures for projects or physical assets (..) - Other arrangements to finance projects or physical assets (..) - Capital expenditure undertaken to increase the value and/or lifetime of the physical assets or projects (..) - Related and supporting expenditure include (...)*”.

³⁷ Gli *standard* ASEAN non definiscono autonomamente gli “*eligible green projects*”, rinviando agli *standard* ICMA. Cfr. ASEAN Green Bond Standards).

³⁸ L'EU GBS non fa riferimento alla nozione di *projects*, ma stabilisce, all'art. 4.1, che i proventi devono essere destinati in via esclusiva al finanziamento di “*fixed assets, including those of households, that are not financial assets; (b) capital expenditures, including those of households; (c) operating expenditures that were incurred more recently than three years prior to the issuance of the European green bond; (d) financial assets as referred to in Article 5*” con la precisazione, all'art. 5, che “*Financial assets as referred to in Article 4(1), point (d),*

Tali “*projects*” devono essere “*green*” ovvero devono “*apportare chiari benefici ambientali*” e “*contribuire a obiettivi ambientali come: la mitigazione al cambiamento climatico, l’adattamento al cambiamento climatico, la conservazione delle risorse naturali, la conservazione della biodiversità, la prevenzione e il controllo dell’inquinamento*”³⁹. Questi cinque obiettivi rappresentano la principale forma di classificazione dei “*green projects*” adottata dall’ICMA. Per un maggior livello di dettaglio, risulta fondamentale fare riferimento ad apposite tassonomie. Sul punto, i GBP, coerentemente con quanto sopra precisato, da un lato, propongono una propria classificazione non esaustiva di progetti ecosostenibili articolata in 10 categorie⁴⁰, dall’altro, riconoscono agli enti emittenti la possibilità di utilizzare altre tassonomie e sistemi di classificazione per individuare gli *eligible green projects*⁴¹. A tal fine, peraltro, la medesima ICMA ha avviato un’iniziativa denominata “*Green Project Mapping*”, finalizzata a ricondurre i benefici ambientali apportati da tutti i possibili *green projects*, diversamente classificati in base alle varie

shall mean any of the following assets, or any combination thereof: (a)debt; (b)equity. 2.The proceeds of the financial assets referred to in paragraph 1 shall only be allocated to fixed assets that are not financial assets as referred to in Article 4(1), point (a), capital expenditures as referred to in Article 4(1), point (b), or operating expenditures as referred to in Article 4(1), point (c). 3.By way of derogation from paragraph 2, the proceeds of the financial asset referred to in paragraph 1 may be allocated to other financial assets provided that the proceeds from those financial assets are allocated according to paragraph 2”.

³⁹ Cfr. Green Bond Principles, p. 4: “*All designated eligible Green Projects should provide clear environmental benefits*”; “*The GBP explicitly recognise several broad categories of eligibility for Green Projects, which contribute to environmental objectives such as: climate change mitigation, climate change adaptation, natural resource conservation, biodiversity conservation, and pollution prevention and control*”.

⁴⁰ Cfr. Green Bond Principles, pp. 4-5: “*The eligible Green Projects categories, listed in no specific order, include, but are not limited to: Renewable energy (including production, transmission, appliances and products); Energy efficiency (such as in new and refurbished buildings, energy storage, district heating, smart grids, appliances and products); Pollution prevention and control (including reduction of air emissions, greenhouse gas control, soil remediation, waste prevention, waste reduction, waste recycling and energy/emission-efficient waste to energy); Environmentally sustainable management of living natural resources and land use (including environmentally sustainable agriculture; environmentally sustainable animal husbandry; climate smart farm inputs such as biological crop protection or drip-irrigation; environmentally sustainable fishery and aquaculture; environmentally sustainable forestry, including afforestation or reforestation, and preservation or restoration of natural landscapes); Terrestrial and aquatic biodiversity conservation (including the protection of coastal, marine and watershed environments); Clean transportation (such as electric, hybrid, public, rail, non-motorised, multi-modal transportation, infrastructure for clean energy vehicles and reduction of harmful emissions); Sustainable water and wastewater management (including sustainable infrastructure for clean and/or drinking water, wastewater treatment, sustainable urban drainage systems and river training and other forms of flooding mitigation); Climate change adaptation (including efforts to make infrastructure more resilient to impacts of climate change, as well as information support systems, such as climate observation and early warning systems);Circular economy adapted products, production technologies and processes (such as the design and introduction of reusable, recyclable and refurbished materials, components and products; circular tools and services); and/or certified eco-efficient products; Green buildings that meet regional, national or internationally recognised standards or certifications for environmental performance”.*

⁴¹ Cfr. Green Bond Principles, p. 5: “*While the GBP’s purpose is not to take a position on which green technologies, standards, claims and declarations are optimal for environmentally sustainable benefits, it is noteworthy that there are several current international and national initiatives to produce taxonomies and nomenclatures, as well as to provide mapping between them to ensure comparability. These may give further guidance to Green Bond issuers as to what may be considered green and eligible by investors*”.

tassonomie applicabili, ai cinque obiettivi ambientali sopra individuati, in modo tale da formare uno strumento di comparazione delle tassonomie e dei sistemi di classificazione esistenti, a completamento e integrazione dei GBP⁴². Inoltre, tramite l’iniziativa “*Green, Social and Sustainability Bonds: A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals*”, l’ICMA ha inteso promuovere uno schema di classificazione sia dei “*green projects*” che dei “*social projects*” in relazione ai 17 *Sustainable Development Goals* di cui all’Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile⁴³. Ciò rappresenta un tentativo di rendere le varie tassonomie tra loro interoperabili e confrontabili. Diversamente dai GBP, il CBS fornisce, invece, una propria dettagliata tassonomia di progetti *climate-aligned*, vincolante ai fini del conferimento della certificazione⁴⁴.

I “*green projects*” devono altresì essere “*eligible*”, ovvero identificabili secondo gli specifici criteri indicati dall’ente emittente nella *green bond framework*. Tale precisazione sembra voler conferire non solo maggior trasparenza ai *green bond*, ma anche esigere una maggior granularità nella definizione della *framework*: infatti, sembrerebbe che non tutti i “*green projects*” possano essere concretamente finanziati con i proventi di un *green bond*, ma solo quelli “*eligible*” ovvero quelli con le specifiche caratteristiche predeterminate dall’ente emittente prima dell’emissione del *bond*, sulla base delle tassonomie applicate. È

⁴² Cfr. ICMA, *Green Project Mapping*, cit., p. 1: “*This document aims to provide a broad frame of reference by which issuers, investors, underwriters and other bond market participants can relate and evaluate the benefits and contribution of the GBP’s Green Project categories to the five environmental objectives referenced in the GBP (i.e. Climate Change Mitigation, Climate Change Adaptation, Natural Resource Conservation, Biodiversity Conservation, and Pollution Prevention and Control). It also provides a basis for comparison to other green taxonomies and classification systems currently used in the market. The mapping complements the GBP in promoting green finance through the debt capital markets*”.

⁴³ Cfr. ICMA, *Green, Social and Sustainability Bonds: A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals*, cit., p. 1: “*This document aims to provide a broad frame of reference by which issuers, investors and bond market participants can evaluate the financing objectives of a given Green, Social or Sustainability Bond/Bond Programme against the SDGs. Developments in international policy over the last few years have brought about a momentum within the global capital markets to establish a link between investments and achieving the SDGs. In response to this growing momentum, this guide has been created for public and private sector issuers and investors to review their green, social and sustainability bond issuances and investments against the SDGs. The mapping exercise contained herein complements the Green Bond Principles (GBP), Social Bond Principles (SBP) and the Sustainability Bond Guidelines (SBG) (the “Principles”) in promoting the increase of bond financing that contributes to the mitigation of and or adaptation to climate change and amelioration of social challenges globally, effectively the central objectives of the SDGs*”.

⁴⁴ Cfr. *Climate Bonds Taxonomy*; cfr. p. 1: “*The Climate Bonds Taxonomy identifies the assets, activities and projects needed to deliver a low carbon economy. Consistent with the 2 goals of the Paris Agreement. It has been developed based on the latest climate science (..) It can be used by any entity looking to identify which assets and activities, and associated financial instruments, are compatible with a trajectory to net zero by 2050. (..) The Taxonomy is the foundation used by the Climate Bonds Initiative to screen bonds to determine whether assets or projects underlying an investment are eligible for green or climate finance*”. La *Taxonomy* si articola in otto macro-categorie (energia, trasporti, acqua, edifici, utilizzazione del suolo e delle risorse marine, produzione industriale, rifiuti, tecnologia) e utilizza un “*traffic light system*” per rendere immediatamente evidente la compatibilità di ciascuna sotto-categoria di progetti con gli obiettivi climatici di cui all’Accordo di Parigi.

tuttavia possibile una diversa interpretazione della locuzione, che riferisce il criterio della *eligibility* non alla *framework*, ma alle tassonomie applicabili.

Le “four core components” dei GBP. Le “*four core components*” dei GBP, vale a dire (i) *use of proceeds*; (ii) *process for project evaluation and selection*; (iii) *management of proceeds*; e (iv) *reporting*, saranno esaminate nel dettaglio nella specifica sezione dedicata alla disciplina dei *green bond*⁴⁵. In questa sede, è opportuno rilevare come, secondo la definizione di *green bond* fornita dai GBP, l’allineamento del *bond* a tali *components* si pone come elemento costitutivo della nozione stessa di *green bond*, non solo perché ciò è chiaramente espresso nella relativa definizione, ma anche perché gli stessi GBP precisano che “*Green Bonds should not be considered fungible with bonds that are not aligned with the four core components of the GBP*”⁴⁶.

Con tale precisazione, l’ICMA ha inteso realizzare due diversi risultati. In primo luogo, ha voluto distinguere, all’interno dei GBP, le *four core components* dalle raccomandazioni⁴⁷. Mentre le prime, in cui è inclusa l’attività di *reporting*, hanno l’effetto di distinguere, tra i vari *bond* denominati come *green* dagli enti emittenti in tutto il Mondo, quelli qualificabili come tali ai sensi dei GBP da tutti gli altri; le seconde, a cui appartiene la raccomandazione di svolgere un’*external review*, hanno solo l’effetto di raccomandare comportamenti, senza che da ciò possa derivare alcun discrimine⁴⁸. In secondo luogo, e di conseguenza, agendo in tal modo l’ICMA ha inteso rendere di fatto vincolante per tutti gli emittenti *green bond* l’applicazione delle *four core components* dei GBP; in caso contrario, infatti, ogni emittente correrebbe il rischio di vedersi contestata la natura “*green*” del proprio *bond* prima dell’emissione del medesimo, non solo da parte del prestatore dell’*external review*, ma anche da parte degli stessi potenziali investitori, nonché dai vari *index provider*, con significative possibili ricadute di carattere economico e reputazionale. Nonostante la natura volontaria degli *standard* ICMA, assume sicuro rilievo giuridico la diversa prescrittività delle disposizioni relative alle *four core components*. Infatti, la predisposizione della *framework* secondo le citate *four core components* dei GBP e la loro corretta applicazione si traducono, per gli emittenti, non in una scelta discrezionale per ottenere una

⁴⁵ V. *infra* § 3.

⁴⁶ Cfr. Green Bond Principles, p. 3.

⁴⁷ I GBP si compongono, infatti, delle “*four core components*” e di due “*key recommendations*”. Queste ultime consistono: (i) nella redazione della *green bond framework* secondo i precisi criteri ivi indicati; (ii) nella sottoposizione ad una o più *external review*.

⁴⁸ Infatti, tutti i *green bond* allineati ai GBP sono considerati *green bond* anche in assenza di *external review*.

migliore reputazione tra gli investitori in virtù della spontanea adesione a *standard* giuridicamente non vincolanti, quanto piuttosto in una scelta di fatto obbligata dall'evidentissima e difficilmente superabile opportunità di non incorrere in danni reputazionali e sospetti di *greenwashing*. Ciò può spiegare l'elevato livello di effettività internazionale dei GBP, nonostante la loro natura volontaria.

La *green bond framework*. Da quanto sopra esposto consegue che anche la pubblicazione della *green bond framework* (come documento separato ovvero come parte della documentazione contrattuale⁴⁹) è elemento costitutivo del concetto di *green bond*. Senza un documento che illustri quali sono le caratteristiche “*green*” del *bond*, infatti, il “*self-labeling*” dell’ente emittente resterebbe del tutto autoreferenziale e privo di contenuto. Tale elemento, pur non essendo esplicitato nella menzionata definizione, è tuttavia il presupposto logico per la corretta applicazione delle *four core components* dei GBP, che, come visto, non sono opzionali. Infatti, queste ultime impongono all’emittente di indicare puntualmente: (i) i progetti finanziabili e le relative caratteristiche; (ii) i processi adottati per la selezione dei progetti secondo criteri specifici; (iii) le modalità con cui i proventi vengono gestiti e tracciati internamente; (iv) gli impegni in tema di *reporting*.

Appare, dunque, evidente che la pubblicazione di un’apposita *framework* esplicativa non è elemento accidentale dei *green bond*, ma suo elemento fondamentale e costitutivo. Al riguardo, non deve ingannare il fatto che nei GBP la “*green bond framework*” sia contenuta nelle “*key recommendations*” e non nelle “*four core components*”: tali raccomandazioni, infatti, non hanno ad oggetto la pubblicazione della *framework* in quanto tale, ma la redazione di quest’ultima secondo precisi criteri, che includono l’espressa dichiarazione di allineamento ai GBP da parte dell’ente emittente, con l’evidente finalità di rendere gli *standard* vincolanti sotto il profilo del rapporto contrattuale tra emittente e investitori, e l’indicazione della più ampia strategia di sostenibilità aziendale perseguita⁵⁰. Da ultimo, occorre specificare che la medesima *framework* può anche essere utilizzata dall’emittente

⁴⁹ Cfr. ICMA, *Guidance Handbook*, cit., p. 25, punti 3.9.

⁵⁰ Così, infatti, si esprimono i *Green Bond Principles*, p. 7, nella sezione relativa alle menzionate “*key recommendations*”: “*Green Bond Frameworks. Issuers should explain the alignment of their Green Bond or Green Bond programme with the four core components of the GBP (..) in a Green Bond Framework or in their legal documentation. Such Green Bond Framework and/or legal documentation should be available in a readily accessible format to investors. It is recommended that issuers summarise in their Green Bond Framework relevant information within the context of the issuer’s overarching sustainability strategy. This may include reference to the five high level environmental objectives of the GBP (..). Issuers are also encouraged to disclose any taxonomies, green standards or certifications referenced in project selection*”..

per emettere una pluralità di *green bond*. In tal caso, gli aggiornamenti sono necessari solo ove vi siano cambiamenti rilevanti da comunicare agli investitori⁵¹.

In definitiva, dunque, si ritengono elementi costitutivi della nozione di *green bond*: (i) la natura di “*bond instrument*”; (ii) il vincolo o processo di destinazione dei proventi; (iii) il finanziamento esclusivo degli “*eligible green projects*”; (iv) la pubblicazione della “*green bond framework*”.

§ 3. Green Bond: disciplina generale tra obblighi di fatto e *best practice* a livello internazionale.

Chiariti gli elementi costitutivi dei *green bond*, occorre soffermarsi sulla relativa disciplina, che include le *four core components*: (i) *Use of proceeds*; (ii) *Process for project evaluation and selection*; (iii) *Management of proceeds*; e (iv) *Reporting*; e le *key recommendations*, relative alla *framework* e all’*external review*. Come sopra precisato, le *four core components* sono elementi essenziali della definizione di *green bond* e, quindi, andrebbero più opportunamente interpretati, tenuto conto della natura non vincolante dei GBP e della prassi internazionale di mercato formatasi al riguardo, come degli obblighi di fatto per gli enti emittenti, a cui gli stessi devono dare puntuale adempimento, soprattutto nella fase precedente all’emissione dello strumento, al fine di ottenere un’*external review* positiva. Le *recommendations*, invece, non essendo considerate come adempimenti necessari, possono essere inquadrare come *best practice* di settore. Ci si sofferma, in primo luogo, sulle *four core components*.

Le four core components. Per quanto riguarda lo *Use of proceeds*, i *Principles* dell’ICMA, analogamente al CBS, agli *standard ASEAN* e all’EU GBS, richiedono all’emittente di specificare nella documentazione legale dello strumento (e quindi nella *green bond framework*, come sopra definita) le modalità con cui il medesimo intende utilizzare il capitale raccolto per finanziare gli *eligible green projects*. Sul punto, i *Principles* precisano che tutti i *green projects* devono apportare chiari benefici in termini ambientali, invitando altresì l’emittente a dare una valutazione del relativo impatto e, ove possibile, a

⁵¹ ICMA, *Guidance Handbook*, cit., p. 25, punti 3.10 e 3.11.

quantificarli opportunamente⁵². Qualora il *bond* emesso consista in tutto o in parte in operazioni di rifinanziamento, inoltre, occorre che l'emittente offra una stima della quota di progetti di rifinanziamento sul totale dei progetti finanziabili, specificando le caratteristiche di tali operazioni⁵³.

In merito al *Process for project evaluation and selection*, i Principles richiedono all'emittente di dare agli investitori idonea comunicazione in merito agli obiettivi ambientali perseguiti, al processo e ai criteri tramite i quali i progetti vengono selezionati all'interno di ciascuna categoria di *eligible green projects*, nonché al processo con cui i rischi ambientali e sociali associati a ciascun progetto sono identificati e gestiti dall'emittente⁵⁴. Inoltre, i GBP "incoraggiano" quest'ultimo a comunicare "*the issuer's overreaching objectives, strategy, policy and/or processes relating to environmental sustainability*", le tassonomie e ogni altro *standard* rilevante applicato e il processo per identificare i necessari correttivi da apportare ai progetti finanziabili nell'ipotesi in cui emerga il rischio che da essi possano derivare danni di natura ambientale e sociale⁵⁵. In tal modo, dunque, i GBP cercando di indurre gli emittenti a ponderare la dimensione ambientale e sociale dello Sviluppo sostenibile anche rispetto ad uno strumento strutturato per finanziare esclusivamente progetti eco-sostenibili.

Le disposizioni relative al *Management of proceeds* impongono di tracciare i vari flussi finanziari successivamente all'emissione dello strumento, al fine di dimostrare la corretta utilizzazione del capitale preso a prestito. In particolare, i GBP raccomandano la creazione di *sub-account* o *sub-portfolio* per ciascun progetto, precisando che tale tracciamento deve

⁵² Cfr. Green Bond Principles, p. 4: "*The cornerstone of a Green Bond is the utilisation of the proceeds of the bond for eligible Green Projects, which should be appropriately described in the legal documentation of the security. All designated eligible Green Projects should provide clear environmental benefits, which will be assessed and, where feasible, quantified by the issuer*".

⁵³ Cfr. Green Bond Principles, p. 4: "*In the event that all or a proportion of the proceeds are or may be used for refinancing, it is recommended that issuers provide an estimate of the share of financing vs. re-financing, and where appropriate, also clarify which investments or project portfolios may be refinanced, and, to the extent relevant, the expected look-back period for refinanced eligible Green Projects*".

⁵⁴ Cfr. Green Bond Principles, p. 5: "*The issuer of a Green Bond should clearly communicate to investors: The environmental sustainability objectives of the eligible Green Projects; The process by which the issuer determines how the projects fit within the eligible Green Projects categories (examples are identified above); and Complementary information on processes by which the issuer identifies and manages perceived social and environmental risks associated with the relevant project(s)*".

⁵⁵ Cfr. Green Bond Principles, p. 5: "*Issuers are also encouraged to: Position the information communicated above within the context of the issuer's overarching objectives, strategy, policy and/or processes relating to environmental sustainability. Provide information, if relevant, on the alignment of projects with official or market-based taxonomies, related eligibility criteria, including if applicable, exclusion criteria; and also disclose any green standards or certifications referenced in project selection. Have a process in place to identify mitigants to known material risks of negative social and/or environmental impacts from the relevant project(s). Such mitigants may include clear and relevant trade-off analysis undertaken and monitoring required where the issuer assesses the potential risks to be meaningful*".

essere periodicamente aggiornato in base alle rilevanti operazioni di finanziamento o rifinanziamento poste in essere⁵⁶.

Quanto, infine, all'attività di *reporting*, i *Principles* prevedono che ciascun emittente rendiconti annualmente sull'allocazione dei proventi, fino al completo esaurimento della provvista. Tali "*allocation report*" annuali devono fare riferimento a ciascun progetto finanziato, contenere una breve descrizione di quest'ultimo, del finanziamento effettuato e dell'impatto previsto e devono essere resi pubblici⁵⁷. Oltre al *reporting* in materia di *use-of-proceeds*, i GBP raccomandano, altresì, la pubblicazione di appositi "*impact report*" per valutare e quantificare, sulla base di specifiche metodologie e misurazioni, l'impatto ambientale apportato dai vari progetti finanziati⁵⁸. Per supportare le *best practice* e l'armonizzazione di tale attività di *impact reporting*, l'ICMA fornisce, altresì, una "*Harmonised framework*" elaborata all'esito di un'approfondita e intesa attività di consultazione intercorsa tra numerose Banche nazionali e multilaterali di sviluppo, la Banca mondiale e la medesima ICMA; tale corposo documento, composto da oltre 80 pagine, specifica, per ciascuna delle 10 categorie di *green projects* indicate nei GBP, quali sono i metodi da adottare per misurare i benefici ambientali dei vari *projects*⁵⁹.

Key recommendations. Per quanto concerne le *key recommendations*, rinviando a quanto sopra esposto in merito a quella riguardante la *green bond framework*, ci si sofferma brevemente sull'*external review*, che sarà più diffusamente analizzata al Capitolo VI. Sul punto, la versione 2021 dei GBP raccomanda di svolgere un'*external review* indipendente, in forma di *second-party opinion*, *certification*, *verification* o *rating/scoring*, sia prima sia dopo l'emissione del titolo, avente ad oggetto, nel primo caso, la conformità della *framework*

⁵⁶ Cfr. Green Bond Principles, p. 6: "*The net proceeds of the Green Bond, or an amount equal to these net proceeds, should be credited to a sub-account, moved to a sub-portfolio or otherwise tracked by the issuer in an appropriate manner, and attested to by the issuer in a formal internal process linked to the issuer's lending and investment operations for eligible Green Projects. So long as the Green Bond is outstanding, the balance of the tracked net proceeds should be periodically adjusted to match allocations to eligible Green Projects made during that period. The issuer should make known to investors the intended types of temporary placement for the balance of unallocated net proceeds. The proceeds of Green Bonds can be managed per bond (bond-by-bond approach) or on an aggregated basis for multiple green bonds (portfolio approach)*".

⁵⁷ Cfr. Green Bond Principles, p. 6: "*Issuers should make, and keep, readily available up to date information on the use of proceeds to be renewed annually until full allocation, and on a timely basis in case of material developments. The annual report should include a list of the projects to which Green Bond proceeds have been allocated, as well as a brief description of the projects, the amounts allocated, and their expected impact*".

⁵⁸ Cfr. Green Bond Principles, p. 6: "*The GBP recommend the use of qualitative performance indicators and, where feasible, quantitative performance measures and disclosure of the key underlying methodology and/or assumptions used in the quantitative determination*".

⁵⁹ Cfr. ICMA, *Harmonised Framework for Impact Reporting*, cit.

alle *four core components* dei GBP e, nel secondo caso, la verifica sulla corretta allocazione dei proventi⁶⁰.

Inoltre, nelle *Guidelines for external reviews*, l'ICMA si rivolge ai prestatori di tali servizi, indicando le caratteristiche delle varie forme di *external review* e raccomandando di seguire specifici principi e disposizioni⁶¹. Tra i primi, rientrano i principi di integrità, obiettività, competenza professionale e *due care*, confidenzialità e professionalità, il cui contenuto non è, però, esplicitato nel documento⁶². Quanto alle seconde, le *Guidelines* raccomandano a ciascun *external reviewer* di offrire i citati servizi solo se in presenza di adeguati requisiti in termini di organizzazione societaria, procedure e metodi di lavoro ed esperienza del personale impiegato⁶³. Da ultimo, le *Guidelines* indicano gli elementi necessari che devono presentare i vari *external review reports*⁶⁴, raccomandano l'applicazione degli *standard* internazionali in materia di *accounting* e *assessment*⁶⁵ e invitano i *reviewer* a riassumere le proprie valutazioni compilando un *form* documentale universale, per promuovere la standardizzazione e la diretta comparabilità tra le varie forme di *external review*, nonché tra le medesime forme di *external review* prestate da diversi verificatori⁶⁶.

⁶⁰ Nelle edizioni precedenti dei GBP, la raccomandazione aveva ad oggetto solamente l'*external review* da svolgersi prima dell'emissione dello strumento, relativa alla conformità della *framework* con le *four core components* dei GBP.

⁶¹ Sul punto, v. *infra* Capitolo VI, nello specifico § 2 e § 3.

⁶² Cfr. *Guidelines for External Reviews*, p. 3: "At a high level, all firms providing external reviews should be guided by the following five fundamental ethical and professional principles: 1. Integrity 2. Objectivity 3. Professional Competence and Due Care 4. Confidentiality 5. Professional Behaviour"

⁶³ Cfr. *Guidelines for External Reviews*, p. 3: "While providing external reviews for green, social, sustainability and sustainability-linked bonds, external reviewers should ensure that they: 1. Have an organisational structure, working procedures, and other relevant systems for carrying out the external review. 2. Employ appropriate staff with the necessary experience and qualifications for the scope of the external review being provided. 3. If applicable, carry the appropriate professional indemnity/ professional liability insurance cover".

⁶⁴ Cfr. *Guidelines for External Reviews*, p. 3: "External reviews should either include or indicate at a minimum where the following information may be available: 1. General description of the objective, scope of work, and the external reviewer's credentials. 2. The requisite credentials to evaluate KPIs, SPTs and related benchmarks, baselines and strategies for sustainabilitylinked bonds as well as the potential environmental and sustainability risks and impacts of the green and social bond principles categories. 3. Statement on independence and conflict-of-interest policy. 4. Definitions, analytical approach, and/or methodologies used. 5. Conclusions or output of the external review report including any limitations on the external review".

⁶⁵ Cfr. *Guidelines for External Reviews*, p. 3: "External reviews should either include or indicate at a minimum where the following information may be available: 1. General description of the objective, scope of work, and the external reviewer's credentials. 2. The requisite credentials to evaluate KPIs, SPTs and related benchmarks, baselines and strategies for sustainabilitylinked bonds as well as the potential environmental and sustainability risks and impacts of the green and social bond principles categories. 3. Statement on independence and conflict-of-interest policy. 4. Definitions, analytical approach, and/or methodologies used. 5. Conclusions or output of the external review report including any limitations on the external review".

⁶⁶ Cfr. *Guidelines for External Reviews*, p. 3: "For example, external reviewers should especially consider the relevance of the International Code of Ethics for Professional Accountants paying particular attention to section 4B – Independence for Assurance Engagements other than Audit and Review Engagements; the

§ 4. Tipologie di green bond.

Al fine di comprendere meglio la composizione del mercato dei *green bond* e la rilevanza di tali strumenti per il settore finanziario, è quanto mai opportuno soffermarsi sulle diverse tipologie di *green bond* che sono emerse nella prassi finanziaria internazionale, per effetto dell'innovazione apportata sia dagli emittenti pubblici, che dagli emittenti privati⁶⁷.

Innanzitutto, i *green bond* possono essere classificati, in base al soggetto emittente, tra *public* e *private sector green bond*. La prima categoria include, a propria volta: i *Supranational green bond* (*green bond* emessi da Organizzazioni internazionali, principalmente Banche multilaterali di sviluppo e l'Unione Europea); i *Sovereign green bond* (emessi da Stati sovrani); i *Municipal green bond* (emessi da enti locali); e i *Government-backed entities green bond* (emessi da enti, agenzie o società governative). La seconda categoria include tutti i *bond* emessi da imprese private, tipicamente i *Corporate green bond* (emessi da società non finanziarie) e i *Financial sector green bond* (emessi da banche e società finanziarie).

In base alle caratteristiche finanziarie del titolo, inoltre, i *green bond* possono essere distinti in “*bond* tradizionali” e “altri *bond instrument*”. La prima categoria riguarda i tipici strumenti obbligazionari scambiati sui mercati internazionali, tra cui assumono rilievo:

(i) gli *Standard green use-of-proceeds bond* (strumenti obbligazionari di tipo “*recourse-to-the-issuer*”, in cui il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale è garantito dall'intero patrimonio dell'ente emittente);

(ii) i *Green revenue bond* (strumenti obbligazionari di tipo “*non-recourse-to-the-issuer*”, in cui il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale è garantito da specifici flussi di cassa, derivanti da ricavi, commissioni e altri cespiti messi a collaterale);

(iii) i *Green project bond* (strumenti obbligazionari in cui il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale è collegato agli *asset* e al bilancio del singolo progetto o

Attestation Standards established by the American Institute of Certified Public Accountants; ISAE 3000 (Revised), Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information; IESBA Handbook of the Code of Ethics of Professional Accountants, section 291 Independence - Other Assurance Engagements; and the AICPA Code of Professional Conduct (AICPA Code). Also applicable may be the standard provided by ISO 17021 and ISO 14065, as well as certification from the Association for Responsible Investment Services (ARISE)”.

⁶⁷ La seguente classificazione si basa principalmente sui GBP e sul CBS e, in particolare, sulle specificazioni delle varie tipologie di *green bond* contenute negli *Annex I* di ciascuno dei menzionati *standard*. Ulteriori risorse utilizzate a tal fine includono: OECD, *Green Bonds*, cit.; OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds*, cit.; EC DIRECTORATE-GENERAL FOR ENVIRONMENT, *Study on the potential of green bond*, cit.; OECD, *Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, cit.

dell'insieme dei progetti finanziati e che possono essere strutturati sia come “*recourse-to-the-issuer*”, sia come “*non-recourse-to-the-issuer*” *bond*; tali *bond* sono di regola emessi per finanziare uno o più specifici progetti previamente individuati e illustrati agli investitori);

(iv) i *Green covered bond* (strumenti obbligazionari di tipo “*recourse-to-the-issuer*”, in cui il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale è garantito non solo dall'intero patrimonio dell'ente emittente, ma anche da ulteriori *asset* messi a collaterale);

(v) i *Green secured bond* (o *asset-backed security green bond*, strumenti obbligazionari strutturati in cui il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale è vincolato ad uno specifico collaterale; solitamente, tali strumenti vengono emessi nell'ambito di operazioni di rifinanziamento di *green projects* già esistenti, mettendo questi ultimi a collaterale).

La seconda categoria riguarda gli strumenti finanziari di debito diversi dai tradizionali *bond*, tra cui emergono:

(vi) i *Green Sukuk*, che includono un'ampia categoria di strumenti finanziari di debito simili alle obbligazioni e allineati alla legge islamica, in cui il capitale non viene remunerato tramite la corresponsione degli interessi, che è vietata dal diritto islamico, ma attraverso vari meccanismi di distribuzione dei profitti; e

(vii) i *Green Schuldschein*, uno strumento di debito tipico del diritto tedesco, che rappresenta un ibrido tra un *bond* e un *loan*.

Analoghe tipologie di *bond* si riscontrano anche con riferimento ai *social* e ai *sustainability bond*⁶⁸.

§ 5. I Social Bond e i Sustainability Bond.

I *social bond* sono strumenti *use-of-proceeds* del tutto analoghi ai *green bond*, in cui il capitale raccolto deve essere, però, riutilizzato per finanziare “*social projects*” in luogo dei “*green projects*”. I *Social Bond Principles* (SBP) definiscono, infatti, i *social bond* come “*any type of bond instrument where the proceeds, or an equivalent amount, will be exclusively applied to finance or re-finance in part or in full new and/or existing eligible*”

⁶⁸ Cfr. SBP, Annex I.

*Social Projects (and which are aligned with the four core components of the SBP*⁶⁹. Analoga definizione è offerta dagli *standard ASEAN*⁷⁰.

Di conseguenza, anche per i *social bond* valgono le medesime considerazioni svolte nel precedente paragrafo § 2, in merito agli elementi costitutivi della definizione di *green bond*: (i) la natura di “*bond instrument*”; (ii) il processo di destinazione dei proventi; (iii) gli “*eligible social projects*”; (iv) la “*social bond framework*”. Anche la disciplina è la medesima per quanto concerne sia le “*four core components*” che le “*key recommendations*”⁷¹.

Per quanto attiene agli *eligible social projects*, i SBP precisano che si intendono come tali quei progetti che “*hanno lo scopo di risolvere o mitigare uno specifico problema sociale e/o cercano di creare positivi risultati sociali specialmente ma non esclusivamente per una specifica parte della popolazione*”⁷². Come i GBP, anche i SBP forniscono una tassonomia non esaustiva di *social projects*⁷³, indicano la possibilità di avvalersi di altre tassonomie⁷⁴ e promuovono tramite la citata iniziativa “*Green, Social and Sustainability Bonds: A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals*” uno schema di classificazione e comparazione comune dei *social projects* basato sui 17 SDGs⁷⁵.

I *sustainability bond* sono strumenti *use-of-proceeds* che rappresentano una sintesi di *green* e *social bond*, in quanto il capitale raccolto deve essere riutilizzato per finanziare

⁶⁹ Cfr. Social Bond Principles, p. 3.

⁷⁰ Cfr. ASEAN Social Bond Standards, p. 2.

⁷¹ Cfr. Green Bond Principles e Social Bond Principles; cfr. ICMA, *Guidance Handbook*, cit.

⁷² Cfr. Social Bond Principles, pp. 3-4: “*Social Projects directly aim to address or mitigate a specific social issue and/or seek to achieve positive social outcomes Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds especially but not exclusively for a target population(s). A social issue threatens, hinders, or damages the well-being of society or a specific target population. For the avoidance of doubt, it is acknowledged that the definition of target population can vary depending on local contexts and that, in some cases, such target population(s) may also be served by addressing the general public*”.

⁷³ Cfr. Social Bond Principles, p. 4: “*Social Project categories include, but are not limited to, providing and/or promoting: Affordable basic infrastructure (e.g. clean drinking water, sewers, sanitation, transport, energy); Access to essential services (e.g. health, education and vocational training, healthcare, financing and financial services); Affordable housing; Employment generation, and programs designed to prevent and/or alleviate unemployment stemming from socioeconomic crises, including through the potential effect of SME financing and microfinance; Food security and sustainable food systems (e.g. physical, social, and economic access to safe, nutritious, and sufficient food that meets dietary needs and requirements; resilient agricultural practices; reduction of food loss and waste; and improved productivity of small-scale producers); Socioeconomic advancement and empowerment (e.g. equitable access to and control over assets, services, resources, and opportunities; equitable participation and integration into the market and society, including reduction of income inequality) Examples of target populations include, but are not limited to, those that are: 1. Living below the poverty line 2. Excluded and/or marginalised populations and/or Communities 3. People with disabilities 4. Migrants and/or displaced persons 5. Undereducated 6. Underserved, owing to a lack of quality access to essential goods and services 7. Unemployed 8. Women and/or sexual and gender minorities 9. Aging populations and vulnerable youth 10. Other vulnerable groups, including as a result of natural disasters*”.

⁷⁴ Cfr. Social Bond Principles, p. 4: “*There are several categories and sets of criteria defining Social Projects already in existence in the market that can be used as complementary guidance*”.

⁷⁵ Cfr. ICMA, *Green, Social and Sustainability Bonds: A High-Level Mapping*, cit.

esclusivamente un insieme di “*green project*” e “*social projects*”. Sul punto, le *Sustainability Bond Guidelines* dell’ICMA precisano che: “*Sustainability Bonds are any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance a combination of both Green and Social Projects. Sustainability Bonds are aligned with the four core components of both the GBP and SBP with the former being especially relevant to underlying Green Projects and the latter to underlying Social Projects*”⁷⁶. Pertanto, ai *sustainability bonds* si applicano sia i GBP che i SBP e valgono le considerazioni precedentemente svolte al riguardo.

§ 6. I Sustainability-Linked Bond.

I *sustainability-linked bond* sono obbligazioni sostenibili di tipo *general purpose* o *performance-linked*, che non prevedono alcun vincolo di destinazione sul capitale, ma le cui caratteristiche finanziarie e strutturali sono collegate ad obiettivi di sostenibilità prestabiliti, che sono individuati attraverso la definizione di *key performance indicators* e misurati e valutati rispetto a predefiniti *sustainability performance targets*.

I *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) definiscono i *sustainability-linked bond* come “*any type of bond instrument for which the financial and/or structural characteristics can vary depending on whether the issuer achieves predefined Sustainability/ESG objectives. In that sense, issuers are thereby committing explicitly (including in the bond documentation) to future improvements in sustainability outcome(s) within a predefined timeline. SLBs are a forward-looking performance-based instrument. Those objectives are (i) measured through predefined Key Performance Indicators (KPIs) and (ii) assessed against predefined Sustainability Performance Targets (SPTs)*”⁷⁷. Elementi costitutivi della definizione sono, dunque, oltre (i) alla qualificazione dello strumento come “*bond instrument*”, (ii) la variazione delle caratteristiche finanziarie e/o strutturali del titolo in base a determinati obiettivi di sostenibilità, nonché (iii) la definizione di tali obiettivi attraverso appositi *key performance indicators* e (iv) la possibilità di misurarli e valutarli rispetto ad altrettanti *sustainability performance targets*. Anche in tal caso, la (v) pubblicazione della *framework*, in cui gli altri elementi devono essere puntualmente specificati, è inevitabilmente elemento essenziale e costitutivo di tali *bond*.

⁷⁶ Cfr. *Sustainability Bond Guidelines*, p. 3.

⁷⁷ Cfr. *Sustainability-Linked Bond Principles*, p. 2.

Per quanto riguarda le caratteristiche finanziarie e/o strutturali, occorre precisare che, tipicamente, tali *bond* prevedono la variazione del tasso di interesse in base al raggiungimento o meno (e quindi, rispettivamente, in diminuzione o in aumento) degli obiettivi di sostenibilità prestabiliti, ma anche altre tipologie di variazioni possono essere previste, come il pagamento di somme *una tantum* o periodiche a titolo di penalità. Dette variazioni devono basarsi su specifici “*trigger event*” predeterminati e misurabili⁷⁸. Per tale ragione, la definizione dei *key performance indicators* (KPI), che corrispondono agli obiettivi di sostenibilità, e dei *sustainability performance targets* (SPT) è elemento necessario dei *sustainability-linked bond*⁷⁹.

Nel merito, gli SLBP precisano che tali KPI: (i) devono essere pertinenti e coerenti con la strategia di sostenibilità dell’ente emittente e riguardare aspetti di sostenibilità specificamente riferibili all’attività svolta dal medesimo; (ii) devono essere misurabili e quantificabili sulla base di una metodologia coerente; (iii) devono essere verificabili esternamente; (iv) devono essere indicizzabili, ovvero riferibili a definizioni e *standard* esterni⁸⁰. Il raggiungimento dei KPI indicati deve potersi valutare sulla base di specifici e misurabili *sustainability performance targets*, che devono anch’essi essere puntualmente individuati, unitamente ai relativi criteri di calcolo⁸¹. Tali SPT rappresentano il livello di “*ambition*” dell’ente emittente in termini di sostenibilità⁸².

⁷⁸ Cfr. Sustainability-Linked Bond Principles, p. 5: “*The cornerstone of a SLB is that the bond’s financial and/or structural characteristics can vary depending on whether the selected KPI(s) reach (or not) the predefined SPT(s), i.e. the SLB will need to include a financial and/or structural impact involving trigger event(s). The potential variation of the coupon is the most common example, but it is also possible to consider the variation of other SLB’s financial and/or structural characteristics. It is recommended the variation of the bond financial and/or structural characteristics should be commensurate and meaningful relative to the issuer’s original bond financial characteristics*”.

⁷⁹ Cfr. Sustainability-Linked Bond Principles, p. 5: “*The KPI(s) definition and SPT(s) (including calculation methodologies) and the potential variation of the SLB’s financial and/or structural characteristics are a necessary element of the bond documentation*”.

⁸⁰ Cfr. Sustainability-Linked Bond Principles, p. 3: “*The credibility of the Sustainability Linked Bond market will rest on the selection of one or more KPI(s). It is important to the success of this instrument to avoid the proliferation of KPIs that are not credible. The issuer’s sustainability performance is measured using sustainability KPIs that can be external or internal. First and foremost, the KPIs should be material to the issuer’s core sustainability and business strategy and address relevant environmental, social and/or governance challenges of the industry sector and be under management’s control. The KPIs should be: relevant, core and material to the issuer’s overall business, and of high strategic significance to the issuer’s current and/or future operations; measurable or quantifiable on a consistent methodological basis; externally verifiable; and able to be benchmarked, i.e. as much as possible using an external reference or definitions to facilitate the assessment of the SPT’s level of ambition*”.

⁸¹ V. *supra* nota 79.

⁸² Cfr. Sustainability-Linked Bond Principles, p. 3: “*The process for calibration of one or more SPT(s) per KPI is key to the structuring of SLBs since it will be the expression of the level of ambition the issuer is ready to commit to, and thus considers realistic*”.

Gli aspetti della disciplina dei *sustainability-linked bond* appena menzionati attengono, come detto, ad elementi che devono ritenersi costitutivi della nozione stessa di *sustainability-linked bond*, poiché, senza di essi, verrebbe meno il nesso tra *performance* finanziaria e *performance* di sostenibilità, che è ciò che caratterizza e contraddistingue tali strumenti. Quanto al resto, i SLBP contengono ulteriori disposizioni relative ai comportamenti successivi alla definizione della *framework* e all'emissione del titolo. Queste includono, tra le altre: la raccomandazione di svolgere un'*external review* per verificare l'allineamento della *framework* agli *standard*; specifiche raccomandazioni in tema di *reporting*; nonché l'obbligo di sottoporsi ad una verifica esterna con cadenza almeno annuale⁸³.

Sotto quest'ultimo profilo, occorre rilevare che, per espressa disposizione dei SLBP, la sottoposizione dell'ente emittente a tale verifica annuale da parte in un oggetto terzo indipendente non è oggetto di mera raccomandazione, ma di un vero e proprio obbligo stabilito dai SLBP medesimi⁸⁴. Per l'effetto, deve concludersi che, in caso di inadempimento, un *sustainability-linked bond* emesso in applicazione degli *standard* ICMA non possa più correttamente qualificarsi come tale, per violazione di una delle fondamentali *core components*.

§ 7. I *Loans* sostenibili.

Green, social, sustainability e *sustainability-linked loans* differiscono dagli omologhi *bond* unicamente per la natura dello strumento di debito utilizzato: prestiti di denaro negoziati privatamente, da un lato; titoli obbligazionari emessi sui mercati finanziari, dall'altro. I *loans* sono infatti soggetti ad analoga disciplina per quanto riguarda gli aspetti di sostenibilità. A livello internazionale, tale disciplina è fornita dai *Green Loans Principles* (GLP), dai *Social Loans Principles* (GLP)⁸⁵ e dai *Sustainability-Linked Loans Principles*

⁸³ Cfr. Sustainability-Linked Bond Principles, p. 5: “*Issuers should seek independent and external verification (for example limited or reasonable assurance) of their performance level against each SPT for each KPI by a qualified external reviewer with relevant expertise, such as an auditor or an environmental consultant, at least once a year, and in any case for any date/period relevant for assessing the SPT performance leading to a potential adjustment of the SLB financial and/or structural characteristics, until after the last SPT trigger event of the bond has been reached*”.

⁸⁴ Cfr. Sustainability-Linked Bond Principles, p. 5: “*As opposed to the pre-issuance external review such as a Second Party Opinion, which is recommended, post issuance verification, is a necessary element of the SLBP*”.

⁸⁵ Cfr. Green Loans Principles, p. 1: “*Their aim is to create a high-level framework of market standards and guidelines, providing a consistent methodology for use across the green loan market, whilst allowing the loan product to retain its flexibility, and preserving the integrity of the green loan market while it develops. The*

(SLLP), emessi dalla Loan Market Association (LMA), l'Asia-Pacific Loan Market Association (APSTA) e la Loan Syndications & Trading Association (LSTA) in collaborazione con l'ICMA e che si basano espressamente sui relativi *Principles*.

Quanto agli *use-of-proceeds loans*, GLP e SLP definiscono *green* e *social loans* come “any type of loan instrument made available exclusively to finance or re-finance, in whole or in part, new and/or existing eligible Green [Social] Projects”, ricalcando pienamente la definizione dei correlativi *bond* offerta da GBP e SBP. Pertanto, i *loans* di tipo *use-of-proceeds* presentano i medesimi elementi strutturali dei *bond*, con i necessari aggiustamenti: (i) la qualificazione dello strumento come “loan instrument”, che comprende, come visto, qualsiasi tipo di contratto stipulato privatamente che sottenda un'operazione di prestito di denaro, incluse espressamente le *revolving credit facilities*⁸⁶; (ii) il processo di destinazione dei proventi (o vincolo di destinazione)⁸⁷; (iii) la finalità di finanziare esclusivamente *eligible green* o *social projects*⁸⁸; (iv) secondo quando specificato nella *green* o *social loan framework* ovvero nel contratto. Anche la disciplina è la medesima, essendo riprodotte in sostanza le medesime disposizioni di GBP e SBP, in particolare: l'applicazione obbligatoria delle *four core components*⁸⁹ e la raccomandazione di effettuare un'*external review*⁹⁰.

Sono tuttavia necessarie alcune precisazioni in merito alla *framework*. La prima riguarda il fatto che quest'ultima viene di regola predisposta non da entrambe le parti, ma dal soggetto debitore, sotto la sua responsabilità, ed è richiamata espressamente nel contratto. La seconda riguarda l'efficacia giuridica della *framework* e degli *standard* applicati. Infatti, mentre per i *bond* non sono usualmente previsti nel contratto tra ente emittente e investitori specifici obblighi di conformarsi agli *standard* di settore rilevanti e di dare esatta esecuzione alla *framework*, nei *loans*, al contrario, tali obblighi sono tradizionalmente inseriti nel contratto, a tutela degli interessi del creditore, e sono altresì assistiti da appositi meccanismi

GLP comprise voluntary recommended guidelines, to be applied by market participants on a deal-by-deal basis depending on the underlying characteristics of the transaction, that seek to promote integrity in the development of the green loan market by clarifying the instances in which a loan may be categorised as “green””, con la specificazione che “The GLP build on and refer to the Green Bond Principles (GBP) of the International Capital Market Association, with a view to promoting consistency across financial markets”.

⁸⁶ Cfr. Green Loans Principles e Social Loan Principles, Appendix II: “The GLP [SLP] were drafted such that they can be applied to a wide variety of loan instruments, including term loans and revolving credit facilities”.

⁸⁷ Cfr. Green Loans Principles, p. 3: “The fundamental determinant of a green loan is the utilization of the loan proceeds for Green Projects (including other related and supporting expenditures, including R&D), which should be appropriately described in the finance documents and, if applicable, marketing materials. All designated Green Projects should provide clear environmental benefits, which will be assessed, and where feasible, quantified, measured and reported by the borrower”.

⁸⁸ Cfr. Green Loan Principles e Social Loan Principles, Appendix I.

⁸⁹ Cfr. Green Loans Principles e Social Loan Principles, p. 3: “Green [Social] loans must align with the four core components of the GLP [SLP]”.

⁹⁰ Cfr. Green Loans Principles e Social Loan Principles, p. 3.

sanzionatori⁹¹. Per l'effetto, le menzionate condotte assumono piena efficacia obbligatoria in forza di espressa pattuizione contrattuale e la violazione di tali obblighi di condotta è causa di inadempimento.

Quanto ai *sustainability-linked loans*, valgono le medesime considerazioni sopra svolte per gli omologhi *bond* in termini sia di fattispecie che di disciplina. I SLLP definiscono i primi, analogamente ai SLBP, come “*any types of loan instruments and/or contingent facilities (such as bonding lines, guarantee lines or letters of credit) which incentivise the borrower’s achievement of ambitious, predetermined sustainability performance objectives. The borrower’s sustainability performance is measured using predefined sustainability performance targets (SPTs), as measured by predefined key performance indicators (KPIs), which may comprise or include external ratings and/or equivalent metrics, and which measure improvements in the borrower’s sustainability profile*”⁹². Pertanto, sono elementi costitutivi della definizione: (i) la qualificazione dello strumento come “*loan instrument*” (o come “*contingent facilities*”, in quanto tale ultima possibilità è espressamente prevista dallo *standard*); (ii) la variazione delle caratteristiche finanziarie e/o strutturali dello strumento in base a determinati obiettivi di sostenibilità; (iii) l’identificazione di tali obiettivi attraverso *key performance indicators*; (iv) la possibilità di misurarli e valutarli rispetto ad altrettanti *sustainability performance targets*; (v) l’elaborazione della *framework*, in cui gli altri elementi devono essere puntualmente specificati.

Per quanto riguarda la disciplina, si applicano le *five core components* dei SLBP e anche in tal caso è resa obbligatoria la verifica almeno annuale dei *sustainability performance targets*⁹³. Analoghe considerazioni a quelle sopra svolte valgono anche in materia di *compliance* ed *enforcement* dei *sustainability-linked loans*.

§ 8. La proposta dell’European Green Bond Standard.

Nel Luglio 2021, la Commissione Europea ha depositato la proposta di Regolamento per l’istituzione di un *European Green Bond Standard* (EU GBS), che attualmente è ancora

⁹¹ Cfr. Sustainability-Linked Loans Principles, p. 3.

⁹² Cfr. *Ivi*, p. 2.

⁹³ Cfr. *Ivi*, p. 2.

in fase di discussione presso il Parlamento Europeo⁹⁴. La proposta ha dato seguito al “Piano d’Azione sulla Finanza Sostenibile”, lanciato nel 2018, e alle raccomandazioni formulate in proposito dal “*Technical Expert Group on Sustainable Finance*” (TEG) a tal fine nominato nel medesimo anno⁹⁵.

L’EU GBS⁹⁶ consiste in uno *standard* volontario che ha l’ambizione di porsi come “*gold standard*”⁹⁷ internazionale per l’emissione di *green bond*, in quanto basato sulle migliori pratiche e applicabile anche da soggetti situati al di fuori dell’Unione⁹⁸. L’applicazione dello *standard* è volontaria, ma, ove applicato, impone norme vincolanti per gli enti emittenti, la cui violazione può dare luogo a procedimenti sanzionatori. L’applicazione dello *standard* è automatica per coloro che designano i propri *bond* come “*European green bond*”, avvalendosi dunque di tale precisa *label*⁹⁹. È, inoltre, previsto un sistema di registrazione e supervisione centralizzato, di competenza dell’ESMA, che si estende a tutti soggetti che forniscono servizi di *external review* relativi a tali *European green bond*¹⁰⁰. Le novità che saranno introdotte dal Regolamento sono dunque molteplici.

In primo luogo, come detto, lo *standard* ha natura volontaria, ma efficacia vincolante. Il rispetto delle norme da parte degli enti emittenti è garantito da specifici poteri di supervisione, investigazione, prevenzione, nonché poteri sanzionatori, attribuiti alle varie autorità nazionali¹⁰¹. Per l’effetto, la proposta si configura propriamente come strumento di *hard law* e non di semplice *soft-law*, come invece avviene di regola nella maggior parte delle giurisdizioni che hanno elaborato propri *standard* in materia di *green bond*.

⁹⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council on European green bonds*, 6.7.2021, EU Doc. COM/2021/391 final, in breve: *European Green Bond Standard* o EU GBS. Cfr. <https://www.europarl.europa.eu> per gli aggiornamenti relativi alla discussione della proposta.

⁹⁵ Al riguardo, v. *supra* Capitolo II, § 4, segnatamente note 103 e 107. Il TEG fu nominato successivamente alla presentazione del Piano, per aiutare la Commissione a predisporre le proposte legislative ivi annunciate. In tema di *green bond*, il TEG pubblicò un “*final report*” nel 2019 recante precise raccomandazioni relative allo *standard* (cfr. TEG, *Report on EU Green Bond Standard. TEG Report. Proposal For an EU Green Bond Standard*, cit.) e una “*usability guide*” esplicativa nel 2020 (cfr. TEG, *Usability Guide EU Green Bond Standard. Usability Guide. TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*, cit.).

⁹⁶ In merito alla proposta di regolamento in oggetto cfr.: N. MARAGOPOULOS, *Towards a European Green Bond: A Commission’s proposal to promote sustainable finance*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 103, 2021; S. MARCOS, M.J. CASTRILLO, *Sustainable Finance in Europe: The EU Taxonomy and Green Bond Standard*, in I.J. GOK (ed.) *Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises*, 2021; H. LILLIEROTH, S. LILLIEROTH, *Accelerating Green Bond Market Growth: The role of the EU Taxonomy and the EU Green Bond Standard*, 2021; A. LEHMANN, *The EU green bond standard: sensible implementation could define a new asset class*, in *Bruegel-Blogs*, 2021.

⁹⁷ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, Press release 6 July 2021.

⁹⁸ Cfr. European Green Bond Standard, Explanatory Memorandum.

⁹⁹ Cfr. European Green Bond Standard, Art. 3: “*The designation ‘European green bond’ or ‘EuGB’ shall only be used for bonds that comply with the requirements set out in this Title until their maturity*”.

¹⁰⁰ Cfr. *Ivi*, Artt. 14 ss. e 31 ss.

¹⁰¹ Cfr. *Ivi*, Artt. 37, 40, 41 ss.

In secondo luogo, l'EU GBS stabilisce che tutti i proventi devono essere esclusivamente allocati in favore di attività economiche allineate alla *Taxonomy Regulation*¹⁰². In tal modo, i “*green projects*” finanziabili sono individuati con riferimento ai requisiti indicati da tale tassonomia, che costituisce il sistema di classificazione delle attività sostenibili a livello europeo. Il riferimento alla Tassonomia potrà, inoltre, consentire di estendere la disciplina di tali strumenti anche a *social* e *sustainability bond*, previa elaborazione di un'apposita tassonomia per le attività sostenibili dal punto di vista sociale.

Sono, poi, previsti specifici obblighi di *disclosure*, aventi ad oggetto, in particolare: (i) la *green bond framework*, denominata “*European green bond factsheet*”, che deve essere redatta secondo lo specifico modello di cui all'Annex I del Regolamento, pubblicata prima dell'emissione del *bond* e sottoposta ad apposita *external review*¹⁰³; (ii) gli “*allocation report*” annuali sino alla completa allocazione dei proventi, che devono anch'essi essere redatti secondo il modello di cui all'Annex II del Regolamento e resi pubblicamente disponibili¹⁰⁴; (iii) le *external review* di cui *infra*, da redigere secondo il modello contenuto nell'Annex IV¹⁰⁵; (iv) un “*impact report*” finale sui benefici ambientali apportati dai progetti finanziati, da redigere secondo il modello fornito nell'Annex III¹⁰⁶. Tali disposizioni servono a garantire la massima trasparenza e a favorire la standardizzazione e la comparabilità dei relativi documenti, a beneficio degli investitori.

Viene, inoltre, imposto agli enti emittenti l'obbligo di sottoporsi ad una duplice *external review*, sia prima che dopo l'emissione, al fine di confermare, rispettivamente, l'allineamento della *framework (factsheet)* allo *standard* e la corretta allocazione dei proventi¹⁰⁷. Da ciò consegue che gli *European green bond* sono verificati per tutto il ciclo-vita dello strumento.

Da ultimo, è previsto che solo gli *external reviewer* accreditati presso l'ESMA possano svolgere i relativi servizi per gli *European green bond*¹⁰⁸. A tal fine, il Regolamento attribuirà all'ESMA il potere di registrare tali soggetti e autorizzarli allo svolgimento dei menzionati servizi, previa verifica della sussistenza dei requisiti prescritti e riguardanti: (a) il *senior management* e (b) gli analisti della società; nonché (c) la *governance* dei processi

¹⁰² Cfr. *Ivi*, Artt. 4-7.

¹⁰³ Cfr. *Ivi*, Art. 8.

¹⁰⁴ Cfr. *Ivi*, Art. 9.

¹⁰⁵ Cfr. *Ivi*, Artt. 8 e 9.

¹⁰⁶ Cfr. *Ivi*, Art. 10.

¹⁰⁷ Cfr. *Ivi*, Artt. 8 e 9; 29 ss.

¹⁰⁸ Cfr. *Ivi*, Artt. 14 ss.

interni e dei potenziali conflitti di interesse¹⁰⁹. Inoltre, all'ESMA saranno attribuiti specifici poteri di supervisione e sanzionatori su tali soggetti, a garanzia del corretto funzionamento dei processi di verifica¹¹⁰.

In sintesi, la proposta di Regolamento ha il pregio di collegare lo *use-of-proceeds* degli *European green bond* alla *Taxonomy Regulation*, stabilire stringenti obblighi di *disclosure* basati su modelli standardizzati, rendere obbligatoria l'*external review* sia prima, sia dopo l'emissione dello strumento e assoggettare gli *external reviewer* alla supervisione dell'ESMA. Ai fini della presente ricerca, tale ultimo aspetto appare particolarmente significativo, in quanto volto a colmare una evidente lacuna del sistema di regolamentazione e *governance* internazionale dei *green bond* e degli strumenti di debito sostenibile, qual è, appunto, la mancanza di supervisione e controllo su tali soggetti, che svolgono di fatto una funzione regolatoria cruciale all'interno del sistema, avente ad oggetto il monitoraggio della *compliance* e l'*enforcement* degli *standard*, come sarà più analiticamente argomentato *infra* Capitolo VI, § 5.

§ 9. Verso la standardizzazione internazionale delle tassonomie, dell'attività di reporting e dell'external review.

A conclusione dell'analisi sulla disciplina degli strumenti di debito sostenibile, occorre soffermarsi sui progetti di standardizzazione in atto relativi soprattutto alle tassonomie, all'attività di *reporting* e all'*external review*. Per quanto riguarda i processi di emissione, come visto, gli *standard* ICMA forniscono una disciplina sufficientemente dettagliata e uniformemente applicata da tutti gli operatori del mercato.

A livello internazionale, la mancanza di definizioni e criteri analitici universalmente accettati per classificare e valutare le attività sostenibili, così come la frammentazione normativa risultante dalle diverse tassonomie adottate presso varie giurisdizioni, rappresentano senza dubbio un importante ostacolo all'ulteriore sviluppo del mercato di detti strumenti, per il quale è, invece, necessario garantire la diretta comparabilità e interoperabilità dei vari strumenti a livello globale. Ciò vale non solo per gli strumenti *use-of-proceeds* rispetto alle definizioni di *green* e *social projects*, ma anche per gli strumenti

¹⁰⁹ Cfr. *Ivi*, Artt. 8 e 9.

¹¹⁰ Cfr. *Ivi*, Artt. 46 ss.

performance-linked relativamente alle metriche utilizzate per i *key performance indicators* e i *sustainability performance targets*.

Tramite un sistema di classificazione comune, infatti, gli investitori di tutto il Mondo potrebbero agevolmente effettuare le proprie scelte di investimento sostenibile in maniera più informata e consapevole, così aumentando la concorrenza dell'intero mercato per quanto attiene specificamente le caratteristiche di sostenibilità degli strumenti offerti. In tale prospettiva, la proliferazione della regolamentazione e degli *standard* a livello locale se, da un lato, aumenta la certezza e la trasparenza all'interno del singolo mercato territoriale di riferimento, dall'altro rende, però, più difficoltosa la comparazione tra strumenti emessi in diverse giurisdizioni e ne può di fatto impedire l'interoperabilità e la fungibilità. Inoltre, la frammentazione delle definizioni, delle tassonomie e delle discipline può alimentare condotte di *greenwashing* e di arbitraggio regolatorio tra i vari ordinamenti, così danneggiando l'intero mercato. Per tale ragione, si ritiene opportuno promuovere a livello internazionale iniziative di standardizzazione, gestite dagli Stati, volte ad elaborare definizioni comuni ovvero strumenti che consentano l'interoperabilità tra i vari sistemi territoriali di classificazione delle attività sostenibili.

A tal fine, nel 2019 è stata lanciata, per iniziativa dell'Unione Europea, la "*International Platform on Sustainable Finance*", un *forum* informale di discussione con l'obiettivo principale di promuovere la cooperazione e la coordinazione a livello internazionale tra i vari regolatori in materia di Finanza sostenibile per creare mercati integrati ed aumentare la scalabilità del settore¹¹¹. Partecipano a tale *forum* ben 17 giurisdizioni oltre all'Unione Europea: Argentina, Canada, Cile, Cina, Giappone, Hong Kong, India, Indonesia, Kenya, Malesia, Marocco, Nuova Zelanda, Norvegia, Senegal, Singapore, Svizzera e Regno Unito; nonché, in qualità di osservatori, varie organizzazioni ed enti di rilevanza internazionale, tra cui: l'UNEP, l'OCSE, il Fondo Monetario internazionale, la Banca Mondiale, la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, la Banca Europea per gli Investimenti, l'Organizzazione internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari (IOSCO)¹¹².

Nel contesto dell'*International Platform on Sustainable Finance*, assume rilevanza centrale l'iniziativa "*Common Ground Taxonomy*", guidata congiuntamente dall'Unione

¹¹¹ Cfr. INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Joint statement on the International platform on sustainable finance*, 18.10.2019.

¹¹² Cfr. INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE, *Annual Report 2020* e ID. (2021) *Annual Report 2021*.

Europea e dalla Cina e aperta agli altri membri, la quale si propone di effettuare una valutazione comparata tra le tassonomie adottate nell'Unione e in Cina, focalizzandosi sugli aspetti comuni e sulle differenze per favorire la comparabilità e l'interoperabilità tra tali strumenti regolatori¹¹³. L'iniziativa ha utilità pratica per tutti i regolatori impegnati nella definizione di tassonomie, sia per agevolarne il lavoro, sia, soprattutto, per incentivare la spontanea standardizzazione delle definizioni e delle metodologie di valutazione degli aspetti di sostenibilità vigenti presso le varie giurisdizioni. Ciò evidenzia la volontà dei Governi di promuovere la standardizzazione a livello propriamente internazionale delle tassonomie in materia di Finanza sostenibile, che è presupposto per la piena integrazione dei mercati e un primo passo per la creazione di discipline di fonte propriamente internazionale per i vari strumenti di Finanza sostenibile.

Per quanto concerne, invece, l'*impact reporting* e l'*external review*, giova sottolineare nuovamente il ruolo svolto dall'ICMA, che tramite i sopra citati documenti sta contribuendo alla standardizzazione delle metodologie di *reporting* e di *external review* per uniformare le prassi di mercato formatisi sul punto e creare una base normativa comune di riferimento per tutti gli operatori del mercato.

¹¹³ Cfr. INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE ON COMMON GROUND TAXONOMY, *Instruction report*, 2021.

Parte Terza

REGOLAMENTAZIONE E GOVERNANCE DEL MERCATO TRA DIRITTO INTERNAZIONALE PUBBLICO E DIRITTO TRANSNAZIONALE PRIVATO

Capitolo V

Gli standard dell'ICMA come disciplina comune del mercato e transnational private regulation nel quadro del diritto internazionale

§ 1. Considerazioni preliminari sui concetti di *governance* e *regulation*. – § 2. Evoluzione della *governance* del mercato e della relativa regolamentazione. – § 3. La struttura di *governance* del mercato del debito sostenibile e la relativa disciplina. – § 4. Caratteristiche e forme dei regimi di *private governance* e loro interazione con le strutture di *public governance*. – § 5. L'emersione dell'ICMA come *international standard-setter body* e la rilevanza dei relativi *standard* nel contesto del diritto internazionale economico e finanziario, in specie del sistema GATS. – § 6. Il concetto di *transnational private regulation* e la sua rilevanza nel quadro dell'ordinamento internazionale.

Capitolo VI

***Compliance monitoring* ed *enforcement* nella prassi internazionale di mercato e nel diritto interno tra frammentazione normativa ed esigenza di uniformità**

§ 1. L'*external review* come servizio di *external assurance* e strumento tipico di verifica della *compliance*. – § 2. Caratteristiche e forme dell'*external review*. – § 3. Forme di *external review* a confronto. – § 4. La funzione regolatoria dell'*external review* come prassi comune di mercato. – § 5. La disciplina e i limiti dell'*external review* come strumento tipico di verifica e di monitoraggio della *compliance* a livello internazionale

Introduzione

L'analisi svolta nella Parte Seconda ha consentito di ricostruire in termini unitari il mercato degli strumenti di debito sostenibile, quale segmento distinto e autonomo dei mercati finanziari internazionali che si caratterizza per l'emersione, nella prassi finanziaria internazionale, di una disciplina comune di carattere sia sostanziale, sia procedurale, contenuta negli *standard* ICMA sopra analizzati, segnatamente i *Principles* (GBP, SBP, SBG, SLBP) e le *Guidelines for External Reviews*. A livello transnazionale-globale, infatti, lo sviluppo del settore ha portato al consolidamento di un "sistema di regolamentazione e *governance* del mercato" (Capitolo V, § 1) che, dopo un breve, ma assai rilevante percorso evolutivo, si presenta ad oggi come organico e unitario, dalla natura prevalentemente privata e dal carattere multilivello (§ 2).

Tale sistema si struttura normativamente: (i) sulle tassonomie delle attività considerate sostenibili, che sono definite sia, a livello molto generale, dai *Principles* dell'ICMA, sia, ad un maggior livello di specificità e di dettaglio, e ove esistenti, dalle normative nazionali e regionali; (ii) sugli *standard* di processo dell'ICMA (i *Principles*), che disciplinano a livello generale e astratto gli adempimenti per gli enti emittenti prima e dopo l'emissione dei vari strumenti; nonché (iii) sulle *Guidelines* ICMA riguardanti i servizi di *external review*, quali strumenti tipici per la verifica e il controllo della *compliance*. Le fonti da cui scaturisce tale disciplina comune del mercato hanno natura essenzialmente privatistica, essendo forniti da un attore non statale, qual è appunto l'ICMA, che agisce nell'esercizio dell'autonomia privata e non è soggetto a norme di diritto internazionale pubblico, ancorché il suo ruolo risulti determinante ed essenziale per la *governance* del mercato (§ 3).

Al fine di comprendere le problematiche che emergono dall'esistenza di siffatto sistema di regolamentazione e *governance* del mercato con riferimento al fenomeno del *greenwashing*, occorre ricostruire il predetto sistema nel quadro del diritto internazionale, indagando innanzitutto la natura giuridica della struttura di *governance* delineata, degli *standard* che disciplinano il mercato e del sistema normativo che da scaturisce da tali *standard* e dalle altre fonti internazionali, regionale e nazionali rilevanti, soffermandosi, infine, sulle questioni relative alla verifica e all'*enforcement* della *compliance*.

Nel procedere con siffatta analisi, il Capitolo V intende dimostrare come, nonostante la molteplicità dei soggetti e degli attori a vario titolo coinvolti nella *governance* del mercato e la crescente frammentazione normativa a livello internazionale, regionale e nazionale, nella sostanza tale sistema si presenta come organico e unitario, proprio per effetto dell'attività di *private governance* svolta dall'ICMA (§ 4) e dalla progressiva emersione di quest'ultimo come *standard-setter* per l'intero mercato. Su tali presupposti, il Capitolo prosegue indagando la natura giuridica dei relativi *standard* nel quadro del diritto internazionale, in specie dell'economia e con riferimento al sistema GATS, rilevando come, allo stato, manchi una norma internazionale di riconoscimento o di applicazione che consenta di collocare formalmente questi ultimi all'interno dell'ordinamento giuridico-economico internazionale (§ 5).

Procedendo, dunque, su di un terreno poco esplorato, l'indagine si sposta dalla natura giuridica degli *standard* ICMA alla ricostruzione e all'analisi dell'intero sistema normativo che da essi è scaturito, e che risulta da una "rete" di fonti normative diverse, pubbliche e private, internazionali, regionali, nazionali e transnazionali private, che si integrano vicendevolmente, ma che possono, altresì, contrapporsi e portare alla frammentazione normativa del settore. Tale sistema normativo viene ricostruito avvalendosi del concetto di *transnational private regulation* e distinguendo tra le funzioni regolatorie di *standard-setting*, *compliance monitoring* ed *enforcement*. Il concetto di *transnational private regulation*, pur non trovando espresso riconoscimento dottrinale nella prospettiva del diritto internazionale pubblico, è oggetto di particolare attenzione nella letteratura giuridica internazionale, con riferimento alla categoria concettuale del diritto transnazionale, per la capacità di introdurre a livello globale sistemi normativi dotati non solo di un elevato livello di effettività, ma anche di una crescente legittimità, sotto il profilo sia sostanziale, sia procedurale (§ 6).

L'analisi proposta presenta alcuni importanti elementi di novità. Nella letteratura giuridica, infatti, si rileva una certa difficoltà nell'inquadrare gli strumenti di *private governance* del mercato, come gli *standard*, le linee-guida, gli schemi di certificazione e i servizi di *external review*, all'interno del fenomeno del diritto internazionale propriamente inteso, per via dell'assenza di un'autorità preposta alla produzione, all'accertamento e all'esecuzione delle relative norme e per la mancanza di norme e principi applicabili agli attori non statali e ai relativi atti normativi. Tali strumenti, pur avendo natura sostanzialmente regolatoria, in quanto stabiliscono regole di condotta generali e astratte per orientare il comportamento di taluni soggetti nell'interesse di determinati beneficiari, e comunque per

la tutela di interessi pubblici internazionalmente rilevanti o di beni pubblici globali, e pur essendo sovente caratterizzati da un elevato livello di effettività a livello internazionale, non sono considerati parte né del diritto internazionale, né del diritto interno, ma mera espressione dell'autonomia privata. Spesso, inoltre, non sono nemmeno considerati neppure come strumenti di “*regulation*” del mercato, stante la loro natura prettamente volontaria, ma vengono studiati unicamente con riferimento al concetto ben più generico di “*governance*”. Questa impostazione impedisce, però, di studiare i menzionati strumenti nella loro capacità di produrre, accertare ed applicare vere e proprie norme giuridiche e di essere a loro volta ritenuti oggetto di norme e principi internazionali. In altri termini, tale impostazione, deducendo dalla natura privatistica dei menzionati strumenti la loro inidoneità a produrre diritto, salvo se espressamente richiamati da norme di diritto interno o internazionale, limita sul nascere ogni tentativo di ricostruire le interazioni tra i vari strumenti di *private governance* come insieme di principi, norme e prassi dotati di legittimità ed effettività ovvero come componenti di un vero e proprio emergente sistema normativo.

Per tali ragioni, il Progetto di ricerca intende superare tale impostazione, riconducendo i vari strumenti di *private governance* che a tutti gli effetti disciplinano il mercato del debito sostenibile allo studio del diritto internazionale propriamente inteso, con il preciso obiettivo di verificare se lo sviluppo del mercato ha portato o sta portando all'emersione di un insieme ordinato di principi, norme e prassi, che include fonti internazionali, fonti transnazionali private e fonti interne e che è possibile ricostruire e qualificare, nel suo complesso, non solo come struttura di *governance* del mercato, ma anche come vero e proprio sistema di regolamentazione del medesimo. La risposta affermativa consentirà, in un secondo momento, di interrogarsi sulla collocazione sistematica di tale emergente diritto e sull'interazione tra quest'ultimo e i principi e le norme di diritto internazionale pubblico.

A conclusione dell'analisi proposta, il Capitolo VI si sofferma sui meccanismi di *compliance* e di *enforcement* esistenti, facendo riferimento sia alla prassi internazionale di mercato che al diritto interno. Nello specifico, il Capitolo analizza l'*external review* come servizio di *external assurance* (Capitolo VI, § 1), esamina, discute e confronta le varie forme di *external review* (§ 2 e § 3), evidenziandone la funzione propriamente regolatoria (§ 4), e ne approfondisce la disciplina e i relativi limiti (§ 5). Infine, il Capitolo espone le ragioni per cui l'*external review* meriterebbe una più specifica regolamentazione a livello internazionale pubblico, nel più ampio contesto della Finanza sostenibile (§ 6).

Capitolo V

Gli standard ICMA come disciplina comune del mercato e *transnational private regulation* nel quadro del diritto internazionale dell'economia e del sistema GATS

§ 1. Considerazioni preliminari sui concetti di *governance* e *regulation*.

Prima di entrare nel merito dell'indagine proposta, occorre precisare la terminologia utilizzata e la cornice teorica di riferimento, soffermandosi, in particolare, sui concetti di *governance* e di *regulation* e sul significato della locuzione "sistema di regolamentazione e *governance*" impiegata nel prosieguo della trattazione.

Al riguardo, è necessario premettere che si tratta, in entrambi i casi, di concetti dalla natura irriducibilmente interdisciplinare e polisemica, in quanto si situano ai confini della concezione tradizionale del diritto, tipicamente caratterizzata da stato-centrismo e *hard-law*, e sono oggetto di studio di numerose e diverse discipline. I concetti di *governance* e *regulation*, infatti, sono stati teorizzati e sviluppati a cavallo tra scienze sociali (in particolare: scienze politiche, relazioni internazionali e sociologia)¹ e discipline giuridiche

¹ La bibliografia sul punto è sconfinata. Si riportano di seguito le opere consultate ai fini della presente ricerca, precisando che la distinzione tra scienze sociali e discipline giuridiche è stata effettuata sulla base delle materie di competenza dei vari Autori, tenuto anche conto delle riviste in cui alcuni articoli sono stati pubblicati: J.S. NYE, R.O. KEOHANE, *Transnational Relations and World Politics: An Introduction*, in *International Organization*, 25(3), 1971, pp. 329-349; F.V. KRATOCHWIL, *Rules, Norms, and Decisions: On the Conditions of Practical and Legal Reasoning in International Relations and Domestic Affairs*, Cambridge, 1989; J.N. ROSENAU, E.O. CZEMPIEL (eds.) *Governance without Government: Order and Change in World Politics*, Cambridge, 1992; BUTHE, T., *Governance through private authority: non-state actors in world politics*, in *Journal of International Affairs*, 58(1), 2004, pp. 281-291; J. JORDANA, D. LEVI-FAUR, *The politics of regulation: Institutions and regulatory reforms for the age of governance*, Cheltenham, 2005; D. LEVI-FAUR, *The global diffusion of regulatory capitalism*, in *The annals of the American academy of political and social science*, 598(1), 2005, pp. 12-32; D. LEVI-FAUR, *The global diffusion of regulatory capitalism*, in *The annals of the American academy of political and social science*, 598(1), 2005, pp. 12-32; CM.L. DJELIC, K. SAHLIN-ANDERSSON (eds.), *Transnational Governance: Institutional Dynamics of Regulation*, Cambridge, 2006; J. BRAITHWAITE, *Regulatory capitalism: how it works, ideas for making it work better*, Cheltenham, 2008; W. MATTLI, N. WOODS, *The Politics of Global Regulation*, Princeton, 2009; J. BLACK, *Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a "Post-Regulatory" World*, in *Current Legal Problems*, 54(1), 2009, pp. 103-146; DIXIT, *Governance Institutions and Economic Activity*, in *American Economic Review*, 99(1), 2009, pp. 5-24; T. BÜTHE, T., *Private regulation in the global economy: a (P) review*, in *Business and Politics*, 12(3), 2010, pp. 1-38A. M. BEISHEIM, S. CAMPE, M. SCHÄFERHOFF, *Global*

(in particolare: diritto internazionale, diritto amministrativo e diritto dell'economia)² per interpretare le trasformazioni che i processi di globalizzazione hanno comportato dal punto di vista delle forme di organizzazione giuridica e sociale, nel ben noto conteso della “crisi” dello Stato e delle forme tradizionali di *public law-making*, vale a dire, principalmente, la legge per il diritto interno e i trattati per il diritto internazionale³.

Com'è ampiamente noto, infatti, la globalizzazione, determinando un progressivo ridimensionamento della centralità degli Stati come *decision-maker* e *rule-maker* in molti ambiti e settori della vita economica e sociale, ha favorito la comparsa e la proliferazione di

governance through public-private partnerships, in ID. (eds.) *Handbook on multi-level governance*, Cheltenham, 2010; D. LEVI-FAUR, *Regulation and regulatory governance*, in ID. (ed.), *Handbook on the Politics of Regulation*, 1(1), Cheltenham, 2011, pp. 1-25; T. BARTLEY, *Transnational Governance as the Layering of Rules: Intersections of Public and Private Standards*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 12(2), 2011; T.M. Roberts, *Innovations in Governance: A Functional Typology of Private Governance Institutions*, New York, 2011; C. SCOTT, *Regulation in the Age of Governance: The Rise of the Post-Regulatory State*, in J. JORDANA, D. LEVI-FAUR, *The politics of regulation*, cit.; M. BEVIR, *Governance: A Very Short Introduction*, Oxford, 2012; E. MEIDINGER, *Beyond Westphalia: Competitive Legalization in Emerging Transnational Regulatory Systems*, New York, 2012; D. LEVI-FAUR (ed.), *Oxford handbook of governance*, Oxford, 2012; T.A. BÖRZEL, T. RISSE, *Public-Private Partnerships: Effective and Legitimate Tools of Transnational Governance?*, in E. GRANDE, L.M. PAULY (eds.), *Complex Sovereignty: Reconstituting Political Authority in the Twenty-First Century*, Toronto, 2017, pp. 195-216.

² La bibliografia sul punto è sconfinata. Si riportano di seguito le opere consultate ai fini della presente ricerca, precisando che la distinzione tra scienze sociali e discipline giuridiche è stata effettuata sulla base delle materie di competenza dei vari Autori, tenuto anche conto delle riviste in cui alcuni articoli sono stati pubblicati: K. ABBOTT, D. SNIDAL, *Hard and Soft Law in International Governance*, 2000, cit.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International “standards” and international governance*, in *Journal of European Public Policy*, 8(3), 2001, pp. 345-370; L.A. KORNHAUSER, *Governance Structures, Legal Systems, and the Concept of Law*, in *Chicago Kentucky Law Review*, 70, 2004, pp. 355 ss.; N. KRISCH, B. KINGSBURY, *Introduction: global governance and global administrative law in the international legal order*, in *European journal of international law*, 17(1), 2006, pp. 1-13; A. VON BOGDANDY, O. DANN, M. GOLDMANN, *Developing the Publicness of Public International Law: Towards a Legal Framework for Global Governance Activities*, in *German Law Journal*, 9(11), 2008, pp. 1375-1400; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The governance triangle: Regulatory standards institutions and the shadow of the state*, 2009, cit.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *Strengthening international regulation through transmittal new governance: overcoming the orchestration deficit*, 2009, cit.; G. SHAFFER, M.A. POLLACKT, *Hard vs. Soft Law: Alternatives, Complements, and Antagonists in International Governance*, in *Minnesota Law Review*, (94), 2010, pp. 706-99; P. ZUMBANSEN, *The Conundrum of Order: The Concept of Governance from an Interdisciplinary Perspective*, in *SSRN Electronic Journal*, 2010; T. BARTLEY, *Transnational governance as the layering of rules: Intersections of public and private standards*, in *Theoretical inquiries in law*, 12(2), 2011; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011; C. SCOTT, F. CAFAGGI, L. SENDEN, *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011; P. ZUMBANSEN, *Governance: An Interdisciplinary Perspective*, in D. Levi-Flaur (ed.), *The Oxford Handbook of Governance*, 2012, cit.; P. ZUMBANSEN, *The Ins and Outs of Transnational Private Regulatory Governance: Legitimacy, Accountability, Effectiveness and a New Concept of “Context”*, in *German Law Journal*, 13(12), 2012 pp. 1269-1281; P. ZUMBANSEN, *Transnational Private Regulatory Governance: Ambiguities of Public Authority and Private Power*, in *Law and Contemporary Problems*, 17, 2013, pp. 117-138; G. SHAFFER, *Transnational legal process and state change*, *Law & Social Inquiry*, 37(2), 2013, pp. 229-264; G. SHAFFER, *Theorizing Transnational Legal Ordering*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 12(1), 2016, pp. 231-253; B. KINGSBURY, *Global Hybrid and Private Governance: Standard-Setting, Market Regulation, and Institutional Design*, Oxford, 2020; L. KARL-HEINZ, *Theory of Governance*, 2021, in R. WOLFRUM (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, cit.

³ Sull'utilizzo del termine *governance* nell'ambito delle discipline giuridiche, cfr. L. KARL-HEINZ, *Theory of Governance*, cit.

nuovi modelli organizzativi e cooperativi che coinvolgono, in forme e soluzioni diverse, una molteplicità di attori, pubblici e privati, nell'ambito di rapporti spesso decentralizzati, deformalizzati, non gerarchici, non rigidamente disciplinati, non obbligatori, non univocamente riconducibili alla volontà degli Stati, né da questi direttamente o unilateralmente controllabili, ma che, comunque, hanno come esito la produzione di principi, norme e prassi rilevanti all'interno dei relativi contesti economico-sociali ed altresì rilevanti per gli Stati stessi, che si comportano sovente come “*rule-taker*”, sia sul piano interno, sia sul piano internazionale⁴. Infatti, in ambiti come i diritti umani, le condizioni di lavoro, la protezione dell'ambiente, lo Sviluppo sostenibile, la responsabilità sociale d'impresa, i mercati e i servizi finanziari, la creazione di nuovi mercati e prodotti e, più in generale, in materia di attività economiche transfrontaliere, assume sempre maggiore importanza, a livello internazionale e globale, la formazione di regimi di *governance* privata o ibrida, che coinvolgono associazioni di imprese, organizzazioni non governative, enti *no-profit*, gruppi di esperti, società civile e altri attori, e i sistemi normativi che da essi scaturiscono, sia nel pieno esercizio dell'autonomia privata, sia in forza di *public-private partnerships*, che si sostanziano nell'elaborazione di principi, *standard*, codici di condotta, schemi di certificazione e altri strumenti giuridici, spesso assistiti da appositi meccanismi di *compliance* e di *enforcement*⁵.

Nella descritta situazione, come è noto, la proliferazione dei regimi di *private governance* ha determinato, dal punto di vista politico-normativo, una generale riallocazione del potere regolatorio dal piano nazionale al piano globale, nonché dal settore pubblico al settore privato, grazie alla diffusione di atti dal contenuto sostanzialmente normativo, di natura per lo più volontaria, che gli attori economici possono applicare a prescindere dalla giurisdizione di riferimento. Infatti, la diffusione di tali regimi si ritiene dovuta proprio ai cosiddetti “*regulatory failures*” o “*regulatory vacua*” che caratterizzano le forme di regolamentazione pubblica, nazionale e soprattutto internazionale, a fronte di problemi connessi alle esternalità causate dall'attività economica transnazionale⁶. Per l'effetto,

⁴ Sul punto, cfr. tra gli altri: K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The Governance Triangle: Regulatory Standards Institutions and the Shadow of the State*, cit.; ID., *Strengthening International Regulation through Transnational New Governance: Overcoming the Orchestration Deficit*, cit.; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.; F. CAFAGGI, F., *Transnational Private Regulation and the Production of Global Public Goods and Private “Bads”*, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012, pp. 695-718.

⁵ V. nota precedente.

⁶ Con “*regulatory failures*” si intende l'incapacità delle istituzioni e in generale della regolamentazione pubblica di offrire soluzioni regolatorie adeguate a fronte di determinati problemi, soprattutto allorché si tratti di correggere i tipici “*market failures*”; con “*regulatory vacuum*” si fa, invece, riferimento alla totale mancanza

nonostante i vari strumenti di *governance* privata o ibrida si pongano di per sé al di fuori della struttura formale del diritto internazionale pubblico, incluso il diritto internazionale dell'economia⁷, il fenomeno è oggetto di indagine anche nell'ambito della dottrina internazionalista, per studiarne l'interazione con i soggetti, i principi, le norme, i valori e i beni giuridici che caratterizzano l'ordinamento internazionale. La rilevanza propriamente internazionale del fenomeno descritto è ulteriormente corroborata, con riferimento allo Sviluppo sostenibile, dalle disposizioni di cui all'Agenda 2030 sopra analizzate, soprattutto in relazione al SDG 17, che promuove le iniziative private e la collaborazione tra settore pubblico e privato.

Nel contesto generale sopra descritto, dunque, il fenomeno del diritto “fuoriesce” a tutti gli effetti dal perimetro dello Stato e della *hard-law* e viene in vari modi prodotto e attuato anche da attori non-statali, con strumenti giuridici non vincolanti e attraverso innovativi processi di *rule-making*.

Con particolare riferimento al diritto internazionale tradizionale, l'innovazione si coglie, dunque, sotto il profilo dei soggetti, degli strumenti giuridici e dei processi normativi. I menzionati fenomeni normativi impongono di superare alcuni aspetti dogmatici sottesi alla concezione tipicamente *moderna* del diritto, che considera diritto (*law*) solo ciò che è formalmente legittimato come tale dallo Stato (sul piano interno, attraverso la legge) o dal sistema degli Stati (sul piano internazionale, attraverso consuetudini e trattati), quale espressione del potere di governo (*government*) che gli Stati esercitano sovranamente sui rispettivi territori, e quindi sui rispettivi gruppi sociali, nonché del potere di relazionarsi con gli altri Stati in posizione di eguaglianza formale.

Nel mutato scenario giuridico e sociale internazionale, infatti, la funzione tipica del diritto di orientare la condotta dei membri di un gruppo sociale attraverso la produzione, l'accertamento e l'esecuzione di norme generali e astratte a tutela di interessi pubblici viene di fatto esercitata, sul piano transnazionale e globale, in forme e con modalità non riconducibili formalmente al diritto interno, né al diritto internazionale, né sono studiabili avvalendosi delle categorie giuridiche tradizionali. Da tale osservazione empirica è, infatti, scaturito un ampio e sfaccettato dibattito di natura inter- e multi- disciplinare sul concetto *contemporaneo* di diritto, in specie di diritto internazionale, e sulle sue molteplici forme e

di discipline che si occupano dei predetti *market failures*. Come ben evidenziato da S.K. PARK, *Investor as regulators*, cit., p. 4: “*the persistence of public gridlock calls for private solutions*”.

⁷ Ciò, sempre tenuto conto della concezione internazional-pubblicista del diritto internazionale dell'economia a cui si è ritenuto di aderire. Sul punto, v. *supra* Capitolo II, § 8.

manifestazioni, che ha prodotto nuove interpretazioni, teorie e concetti anche con riferimento all'ordinamento internazionale, i cui tradizionali confini sono stati messi in discussione ed esaminati da numerosi studiosi, nel quadro del pluralismo giuridico che caratterizza i fenomeni economici transnazionali e globali e nel contesto della cosiddetta frammentazione e stagnazione del diritto internazionale tradizionale⁸.

A tal fine, il binomio *governance-regulation* è stato sviluppato in netta contrapposizione alla coppia *government-law*, che informa la concezione tipicamente moderna del diritto nel senso sopra precisato, per esplorare e interpretare fenomeni normativi di tipo nuovo, per cui si rende necessaria l'elaborazione di nuove e diverse categorie concettuali, per adattarsi al mutamento della realtà sociale.

Per quanto sino ad ora osservato, giova soffermarsi più dettagliatamente sul concetto di *governance*. Quest'ultimo si suole definire, innanzitutto, in termini negativi e antitetici rispetto a quello di "*government*", che presuppone invece la centralizzazione nella figura dello Stato dei poteri di governo su di un qualsivoglia gruppo sociale e l'esercizio di detti poteri attraverso l'imposizione di norme generali e astratte garantite dall'uso della forza⁹. Più precisamente, tale modello si caratterizza, giuridicamente: da un lato, per il carattere stato-centrico, che deriva dal monopolio statale delle fonti del diritto ovvero delle funzioni di produzione, accertamento ed attuazione delle norme nei vari ambiti della vita associata, tanto sul piano interno (costituzione, legge, regolamenti e altri atti derivati) quanto sul piano internazionale (consuetudini, trattati e atti derivati); dall'altro lato, per la natura di *hard-law*, vale a dire per il carattere formale, gerarchico e cogente delle norme così prodotte, secondo lo schema tipico del *command-and-control*.

Di contro, il concetto di *governance* è stato elaborato per descrivere e analizzare quei modelli di organizzazione giuridico-sociale in cui viene meno almeno uno dei due elementi sopra indicati. Ciò può avvenire: (i) perché, nell'ambito di tali modelli, le sopra citate

⁸ Cfr. *supra* Capitolo I, § 6. Si ripropone anche in tale sede l'osservazione, sopra menzionata, secondo cui "*Traditional international law and its instruments are stagnating both in terms of quantity and quality. New, alternative forms of cross-border cooperation, in particular processes of informal international lawmaking, have emerged and gained prominence since the 2000s in response to an increasingly diverse, networked, and knowledge-based society. This transformation impacts on the three axes of actors, processes and outputs in the international legal order. We challenge the assumption that traditional international law is, by definition, legitimate and that this would not be the case for new forms of informal lawmaking: whereas traditional international law is often based on "thin state consent", a "thick stakeholder consensus" underlies many of the new forms of cooperation. It is submitted that the evolution in the international legal order demands an adjustment of models to keep both new forms of cooperation and traditional international law in check*". Cfr. J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, R.A. J. WOUTERS, *The stagnation of international law*, cit., p. 1.

⁹ Tale considerazione è pacifica. Cfr. su tutti L. KARL-HEINZ, *Theory of Governance*, in R. WOLFRUM (ed.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, cit.

funzioni normative o regolatorie sono esercitate anche o unicamente da attori non-statali, anche in assenza di formale riconoscimento da parte di autorità e istituzioni pubbliche¹⁰; (ii) perché gli atti normativi che ne derivano sono privi, di per sé, di efficacia giuridica vincolante, come nel caso della *soft-law* nazionale e internazionale e delle varie forme di regolamentazione transnazionale ibrida e privata¹¹; oppure ancora (iii) perché i relativi atti sono privi di contenuto propriamente normativo, ma assumono comunque rilevanza in termini di coordinamento politico, cooperazione internazionale e di *policy-making* come componenti di processi innovativi e informali di *law-making*¹². In tutti questi casi, infatti, il riferimento al “governo” del gruppo sociale in termini di “*government*” risulterebbe del tutto improprio e fuorviante, non essendo lo stesso esercitato secondo lo schema tipico che tale ultimo concetto sottende.

Sulla base di tali premesse, è, poi, possibile definire il concetto di *governance* in termini positivi. Sul punto, occorre considerare che lo studio delle forme della *governance*, in opposizione a quelle del *government*, impone di concentrarsi, piuttosto che sulle strutture formali, sulle istituzioni e sulle norme che regolano autoritativamente la condotta degli appartenenti a un determinato gruppo sociale, sulle dinamiche, sui processi e sulle reciproche interazioni tra diversi soggetti o categorie rilevanti di soggetti all’interno del gruppo e i molteplici strumenti, normativi e non, utilizzati per orientarne le decisioni e i comportamenti¹³. Ove ciò si sostanzia nella creazione di un sistema formale di regole o istituzioni, lo studio della forma di *governance* risulta funzionale a ricostruire, in un secondo momento, il sistema di regolamentazione che da essa eventualmente scaturisce; in caso contrario, il concetto di *governance* serve ad analizzare fenomeni che, non essendo

¹⁰ Il ruolo degli attori non statali nella *governance* e nel *law-making* internazionale, in specie economica, è ampiamente dibattuto in dottrina. Il tema è stato introdotto *supra* Capitolo I, § 6 e Capitolo II, § 8 e sarà più diffusamente analizzato *infra* con riferimento al mercato del debito sostenibile.

¹¹ Al riguardo, occorre distinguere, nella prospettiva giuridica internazionale tra: (i) la *soft-law* internazionale, che, in quanto emanata da soggetti del diritto internazionale, appartiene formalmente all’ordinamento internazionale pubblico, ancorché priva di efficacia giuridica vincolante; (ii) la *soft-law* nazionale, che riguarda unicamente gli ordinamenti interni e che può essere emessa tanto dagli Stati centrali, quanto dalle sue articolazioni o da autorità indipendenti; e (iii) le forme di regolamentazione privata, analizzate nel prosieguo del Capitolo, che di per sé non appartengono formalmente né all’ordinamento internazionale, né agli ordinamenti interni, e si caratterizzano per l’essere prodotte da attori non statali e per avere efficacia giuridica non vincolante.

¹² L’ipotesi si riferisce, con riferimento all’ordinamento internazionale, sia alla pluralità di documenti e studi programmatici come *roadmap* e *report* prodotti soprattutto da Organizzazioni internazionali, che offrono analisi e proposte rilevanti per il coordinamento e la cooperazione politica internazionale, sia alla molteplicità di atti e dichiarazioni emessi dagli Stati all’interno di consessi informali come i vari G7, G8, G20 e altri.

¹³ Cfr. tra gli altri: L. KARL-HEINZ, L., *Theory of Governance*, cit.; L.A. KORNHAUSER, *Governance Structures, Legal Systems, and the Concept of Law*, cit.; B. KINGSBURY, *Global Hybrid and Private Governance*, cit.; P. ZUMBANSEN, *The Conundrum of Order: The Concept of Governance from an Interdisciplinary Perspective*, cit.; P. ZUMBANSEN, *Governance: An Interdisciplinary Perspective*, cit.; P. ZUMBANSEN, *Transnational Private Regulatory Governance: Ambiguities of Public Authority and Private Power*, cit.

riconducibili ad un sistema di regole formali e cogenti legittimate dallo Stato e dalle sue istituzioni, non potrebbero essere altrimenti opportunamente studiati nella prospettiva propriamente giuridica, secondo la concezione tradizionale del diritto sopra riepilogata.

Per tale ragione, è possibile definire il concetto di *governance* come l'insieme dei processi di interazione, formali o informali, normativi o non normativi, tra attori, pubblici e privati, che partecipano a vario titolo al governo di un determinato gruppo sociale o mercato, influenzando con i propri atti e comportamenti sulle decisioni dei suoi partecipanti. In tal senso, il modello del *government* rappresenta, dunque, solo una delle possibili forme di *governance*, e in particolare di *public governance*, tipicamente caratterizzata nel senso anzidetto¹⁴. Il concetto di *governance* attiene, dunque, alla forma e alle modalità con cui il potere di governo viene distribuito ed esercitato tra vari soggetti all'interno di un gruppo sociale, quale risultato delle loro reciproche interazioni. Tali interazioni definiscono, in base agli attori coinvolti, regimi di *governance* pubblica (*public governance*), privata (*private governance*) o ibrida (*hybrid governance*), che possono operare sia autonomamente a livello internazionale, regionale e nazionale, sia in maniera integrata su diversi livelli, dando così vita a complesse e articolate strutture di "governance multilivello" (*multi-level governance*).

Relativamente al concetto di *regulation*, si osserva, analogamente a quanto avviene per la coppia concettuale *governance-government*, come lo stesso si sia sviluppato in contrapposizione a quello tradizionale di "law", peraltro sotto vari e diversi punti di vista. Nell'ambito del diritto pubblico, il termine *regulation* viene utilizzato per indicare l'insieme delle regole formali che disciplinano un determinato fenomeno a prescindere dalla loro qualificazione come *law* nel senso di diritto di fonte statale, interno o internazionale, avente efficacia giuridica vincolante¹⁵. Ove tali regole, comunque formatesi, siano formalmente recepite sul piano dell'ordinamento interno o dell'ordinamento internazionale, sono considerate parte integrante dei medesimi, come avviene per esempio nel campo della regolamentazione bancaria, finanziaria e in generale amministrativa; in caso contrario, dette regole rimangono formalmente al di fuori di tali ordinamenti e si pongono come *corpus* normativi a sé stanti, per la cui qualificazione sono state utilizzate formule come *voluntary regulation*, *civil regulation*, *private regulation*, *global regulation*, *transnational private regulation* e altre, che ne valorizzano la portata sostanzialmente normativa, la natura non statale e il carattere transnazionale o globale.

¹⁴ V. nota precedente.

¹⁵ Cfr. al riguardo la bibliografia riportata *supra* alle note 1 e 2.

Con il termine “*regulation*” si suole, dunque, indicare l’insieme delle regole formali, di fonte sia pubblica (*public regulation*), sia privata (*private regulation*) e ad applicazione sia volontaria, sia obbligatoria, che disciplinano nello specifico gli aspetti sostanziali e/o procedurali di un determinato fenomeno, regolando i comportamenti di taluni soggetti nell’interesse di determinati beneficiari. In tale contesto, una posizione peculiare è ricoperta dai cosiddetti “*standard* internazionali” nel quadro del diritto del commercio internazionale e del diritto internazionale finanziario, di cui si dirà più approfonditamente *infra*.

Governance e *regulation* sono concetti correlati, ma assolutamente non coincidenti: come visto, infatti, la produzione di regole di condotta formali rappresenta solo uno dei possibili esiti della *governance*, in particolare della cosiddetta “*regulatory governance*”, che si sostanzia nell’elaborazione di principi, linee-guida, *standard*, codici di condotta o di altri atti dal contenuto propriamente normativo.

Fatte queste premesse, occorre da ultimo precisare, con riferimento al mercato in oggetto, cosa si intende, in questa sede, per “sistema di regolamentazione e *governance*”. Con “sistema” si definisce, in generale, un insieme ordinato di elementi. In particolare, con “sistema, struttura o regime di *governance*” si vuole indicare, in questa sede, l’assetto delle interazioni tra soggetti all’interno di un mercato che definisce la forma, le modalità e gli strumenti con cui i poteri di governo vengono in concreto esercitati dai vari attori, determinando il funzionamento del mercato. Diversamente, con “sistema, struttura o regime di regolamentazione” si vuole indicare, in questa sede, l’insieme dei principi, delle norme e delle prassi che disciplinano i comportamenti dei vari partecipanti al mercato e che derivano dall’attività di produzione (*standard-setting*), verifica (*compliance monitoring*) e attuazione (*enforcement*) delle norme e degli *standard* rilevanti.

Di conseguenza, al fine di ricostruire la struttura di *governance* del mercato in esame, occorre analizzare in che modo il complesso delle interazioni tra i vari soggetti che vi partecipano, e quindi l’ICMA, la CBI, le Organizzazioni internazionali, gli Stati, le autorità di regolamentazione e auto-regolamentazione dei mercati, gli enti emittenti, le società di *external review* e altri soggetti pubblici e privati, determinano di fatto il funzionamento del mercato e influiscono sulle decisioni e sui comportamenti, in particolare, di enti emittenti e investitori.

In tale prospettiva, l’analisi valorizzerà, nel quadro della struttura di *governance* emersa nella prassi di mercato, da un lato, il ruolo centrale assunto dall’ICMA quale “regolatore” o “*standard-setter*” privato che elabora *standard* internazionali di settore di riferimento per tutti i partecipanti al mercato e per i vari regolatori pubblici, e, dall’altro lato,

il ruolo di “verificatori privati” svolto dai vari prestatori di servizi di *external review*, quali soggetti preposti alla verifica della corretta applicazione degli *standard* rilevanti.

Siffatta analisi consentirà, in un secondo momento, di dimostrare come tale struttura di *governance* abbia dato vita ad un vero e proprio sistema di regolamentazione del mercato che, ancorché basato su regole volontarie, è dotato di un elevato livello di effettività e di una crescente legittimità internazionale.

§ 2. Evoluzione della *governance* del mercato e della relativa regolamentazione.

Prima di procedere con la ricostruzione dell’attuale sistema di regolamentazione e *governance* del mercato, occorre riepilogarne, sinteticamente, il percorso evolutivo, seguendo le quattro fasi di sviluppo del mercato proposte *supra* Capitolo III, § 2: creazione, strutturazione, espansione, crescita esponenziale. I ragionamenti svolti saranno, poi, più ampiamente sviluppati nei successivi paragrafi.

Nella fase di “creazione del mercato” (2007 – 2012; v. *supra* Capitolo III, § 2 e § 3), in cui quest’ultimo era essenzialmente dominato dalle Banche multilaterali e nazionali di sviluppo (dal lato dell’offerta) e da specifiche categorie di investitori istituzionali (dal lato della domanda), la *governance* di tale emergente settore risultava massimamente decentralizzata e del tutto priva di norme e *standard* di riferimento¹⁶. Ciascun emittente, infatti, agiva in totale libertà e autonomia nell’offrire *bond* etichettati come “*climate*”, “*green*”, “*social*” o in maniera similare e, sostanzialmente, non vi erano altri partecipanti al mercato al di fuori di taluni investitori istituzionali. Tuttavia, seguendo l’esempio della Banca Europea per gli Investimenti e della Banca Mondiale, tra le Banche di sviluppo emittenti si diffuse sin da subito la prassi di redigere una “*green bond framework*” per auto-regolare il *bond* emesso rispetto agli obiettivi di sostenibilità perseguiti, così da legittimare nei confronti degli investitori la specifica denominazione conferita¹⁷.

Tale connubio tra *self-labeling* (auto-denominazione del titolo) e *self-regulation* (auto-disciplina dei relativi aspetti di sostenibilità), realizzato tramite la pubblicazione di specifiche *framework*, portò rapidamente alla formazione, tra le varie Banche di sviluppo, di prassi di mercato sempre più omogenee in merito alle caratteristiche strutturali degli

¹⁶ Il CBS fu, infatti, pubblicato nel 2011, seguito dai GBP nel 2014 (v. *supra* Capitolo III, § 5).

¹⁷ Sulla nozione di “*framework*” quale elemento strutturale dei *green bond* e degli altri strumenti di debito sostenibile v. *supra* Capitolo IV, § 2.

strumenti offerti, alle modalità di selezione dei progetti da finanziare, alla gestione dei proventi e dei progetti, alla successiva attività di rendicontazione e alle eventuali *external review* per confermare l'effettiva sostenibilità dei progetti finanziati o finanziabili.

Tuttavia, è durante la successiva fase di “strutturazione del mercato” (2013 – 2015; v. *supra* Capitolo III, da § 4 a § 8), grossomodo coincidente con l'ingresso nel settore degli emittenti privati, che iniziò un vero e proprio processo di standardizzazione di tali prassi, grazie all'elaborazione, da parte di attori non-statali come la CBI e l'ICMA, di appositi *standard*, vale a dire di regole di condotta generali e astratte (rispettivamente: il CBS e i GBP) aventi ad oggetto specifici strumenti (a cominciare dai *green bond*) e funzionali ad orientare sia l'attività di *self-labeling* degli enti emittenti (e quindi la scelta della denominazione del titolo dello strumento in base alle sue caratteristiche strutturali), sia l'attività di *self-regulation* (e quindi la redazione della relativa *framework* per auto-regolarne in concreto gli effetti). Da allora, un numero sempre crescente di emittenti cominciò a dare volontaria applicazione a tali regole, ritenendole identificative di una nuova *asset class* a cui era necessario, per trasparenza, fare riferimento.

In tale periodo, inoltre, cominciarono a diffondersi anche le *second-party opinions* e gli indici relativi ai *green bond*, quali ulteriori strumenti di *governance* del mercato, finalizzati ad aumentarne la trasparenza e l'integrità. Le *second-party opinions*, che saranno diffusamente analizzate *infra* Capitolo VI, § 2, sono una particolare forma di *external review* che consiste in un giudizio sulla sostenibilità dello strumento, effettuato da un soggetto terzo indipendente, sulla base degli *standard* di mercato esistenti e/o di altri criteri e metodologie di valutazione proprie di ciascun verificatore. Gli indici consistono, invece, in panieri di strumenti finanziari selezionati in base a caratteristiche e criteri stabiliti in autonomia da ciascun *index provider*, per facilitare e rendere più trasparente l'investimento in *asset* sostenibili.

In estrema sintesi, dunque, la fase di “strutturazione” del mercato si caratterizza: dal lato *governance*, per la comparsa di nuovi attori privati, quali, in particolare, l'ICMA, la CBI, i prestatori di *external review* e gli *index providers*, i cui comportamenti si influenzano vicendevolmente e incidono notevolmente sulle decisioni di enti emittenti e investitori, determinando, quindi, il funzionamento del mercato; dal lato regolamentazione, per la creazione e diffusione dei citati *standard* di settore (inizialmente i GBP e il CBS) e dell'*external review* come strumento di verifica della *compliance*.

Sul punto, la letteratura di merito ha avuto modo di precisare come le iniziative assunte dai menzionati soggetti portarono alla formazione e sovrapposizione di diversi regimi di

private governance del mercato¹⁸. In particolare, l'analisi svolta da PARK¹⁹, tra i primi Autori ad indagare giuridicamente tale emergente mercato, ha rilevato la compresenza, con specifico riferimento al mercato dei *green bond*, di ben quattro diversi regimi di *private governance*, quali, appunto: i GBP, il CBS, le *second-party opinions* e gli indici²⁰. Al riguardo, Park ha analizzato le caratteristiche strutturali di tali strumenti, qualificando, in particolare:

(i) gli *standard* ICMA come “*standard* di processo” dotati di scarsa prescrittività e inclusività²¹, trattandosi, infatti, di regole non vincolanti, peraltro formulate in termini non imperativi²², elaborate da un ente rappresentativo dei medesimi enti emittenti, senza il coinvolgimento di altri *stakeholders*²³;

(ii) il CBS come “meccanismo di certificazione” caratterizzato da maggiore prescrittività e inclusività, essendo previsti controlli di *compliance* svolti da terze parti accreditate sotto la supervisione dell'ente certificatore ed essendo quest'ultimo un'organizzazione *not-for-profit* focalizzata sulla tutela degli interessi degli investitori²⁴;

¹⁸ Cfr. S.K. PARK, *Investors as regulators*, cit., pp. 17 ss. Sul concetto e sugli strumenti di *private governance*, in generale e con riferimento al mercato oggetto di indagine, v. *infra* § 41.

¹⁹ Cfr. in particolare S.K. PARK, *Investors as regulators*, cit., nonché ID., *Green Bonds and Beyond: Debt Financing as a Sustainability Driver*, in *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, 46, 2019, e ID., *Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing*, in *Business and Human Rights Journal*, 3(2), 2018, pp. 233–255.

²⁰ Cfr. S.K. PARK, *Investors as regulators*, cit., pp. 17 ss.

²¹ L'analisi di PARK sugli strumenti di *private governance* del mercato dei *green bond* si è concentrata su due aspetti principali: il grado di prescrittività e il grado di inclusività. Cfr. in particolare S.K. PARK, *Investors as regulators*, cit., pp. 19 ss: “*The membership and decision-making process of any given private governance regime can be placed along a spectrum of inclusiveness (...) inclusiveness measures the diversity of the governance regime and the extent to which stakeholders are involved in creating and enforcing its rules (...) A second measure of private governance regimes assesses the degree to which their enforcement resembles traditional command-and-control domestic public regulation*”.

²² *Contra* su tale punto cfr. *supra* Capitolo IV, § 3 con riferimento alle *core components* dei Principles.

²³ Cfr. S.K. PARK, *Investors as regulators*, pp. 22-24: “*The Green Bond Principles (“GBPs”) are an example of process standards. Process standards define methods and processes that companies can use to develop their own operational frameworks (...) The lack of prescriptiveness of the GBPs is a central feature, reflected in the absence of mandatory language (...) Stakeholders are passive beneficiaries of the process standards established by the GBPs (...) this closed-door approach prevents stakeholders from directly participating in the formulation and implementation of the GBPs*”.

²⁴ Cfr. *Ivi*, pp. 25-26: “*In comparison to the GBPs, CBI is both more prescriptive and inclusive (...) Its prescriptiveness is driven by its incorporation of external verification, a key distinguishing characteristic of certification vis-à-vis principle-based standards. Unlike testing and inspection, certification involves a third-party ensuring compliance with a set of standards. As a condition to certification, CBI requires an independent third-party assurance provider or auditor to assure that an issuer is complying with the Climate Bonds Standards (...) The CBI's governance regime, by contrast, reflects its investor orientation, albeit one that is more inclusive than the GBPs*”.

(iii) le *second-party opinions* come generico strumento di “*external assurance*”, utilizzato per verificare la conformità rispetto a qualsivoglia tipologia di *standard, guidelines* o documento normativo utilizzato dall’emittente²⁵;

(iv) gli indici come forma di “*informal regulation*” del mercato, che sfrutta la *disclosure* delle informazioni sulla sostenibilità da parte dell’ente emittente per orientare la condotta sia degli investitori, sia degli enti emittenti medesimi, stabilendo criteri di inclusione e di esclusione per strumenti appartenenti alla medesima *asset class*²⁶.

Secondo PARK, tali strumenti di *governance*, rispondendo a logiche diverse e non risultando vicendevolmente integrati, identificano, nel loro insieme, una struttura di *governance* privata del mercato caratterizzata da ampia decentralizzazione, frammentazione e anorganicità, che la rendono vulnerabile al fenomeno prima analizzato del *greenwashing*²⁷. Nel merito, l’analisi svolta da PARK ha avuto il pregio di ricostruire e qualificare la struttura di *governance* del mercato e i relativi strumenti, soffermandosi altresì sui rischi e sulle problematiche emergenti, così come sulle possibili soluzioni²⁸; tuttavia, risulta ad oggi superata, nei fatti, dalle evoluzioni intervenute successivamente, che la rendono non più valida a descrivere con precisione l’attuale assetto della *governance* del mercato.

²⁵ Cfr. Ivi, p. 28: “*Second opinions are the predominant form of external assurance in the green bond market. A second opinion is an independent review of the framework of rules, regulations, and guidelines used by a green bond issuer*”.

²⁶ Cfr. Ivi, p. 26: “*The green bond market features various indices, which constitute a form of informational regulation. Informational regulation uses the disclosure of firm-specific information as a means to influence market decisions by consumers and producers (...) They help fill informational gaps and uncertainties by reducing barriers to information flows*”.

²⁷ Cfr. Ivi, *passim* e in particolare pp. 6-7: “*Regulation of the green bond market is decentralized and primarily shaped by the very same market participants that sell, buy, trade, or assess these financial instruments (...) a constellation of market participants regulates the green bond market through quasi-regulatory tools. Investor-based standards, market-oriented certification schemes, specialized indices, and external assurance serve as de facto market-based regulation (...) the entire regulatory fabric of the green bond market may suffer from systemic legitimacy deficits in the eyes of investors, stakeholders, and regulators. If left unaddressed, a lack of legitimacy will hinder the growth of the green bond market and, indeed, stall the sustainable finance revolution*”; e 35-36: “*In the green bond market, regulatory pluralism is evident (...) Regulatory pluralism in the green bond market poses several kinds of legitimacy challenges. One potential consequence of regulatory pluralism is fragmentation. The phenomenon of fragmentation has been extensively examined in the context of the international legal system. Fragmentation may lead to incoherent or conflicting regulatory mandates, uncertainty among market participants, and decreasing levels of compliance. Private governance regimes are vulnerable to regulatory capture or regulatory arbitrage if the locus of decision-making power is overly concentrated*”.

²⁸ Sul punto, l’Autore suggerisce ai *public regulators* di adottare un approccio ibrido alla regolamentazione del settore, basato sull’integrazione tra gli strumenti di *private governance* del mercato e la regolamentazione pubblica a livello nazionale o regionale (cfr. in particolare Ivi, p. 40: “*Government regulators can exercise their enforcement powers in order to incentivize compliance with private standards. To leverage the efficiency and responsiveness of industry-based regulation, governments (...) to “orchestrate” the quasi-regulatory activities of private governance regimes*”). In un successivo scritto, inoltre, l’Autore ha proposto soluzioni di *corporate governance* aziendale per rendere vincolanti gli *standard* esistenti (cfr. S.K. PARK, *Green Bonds and Beyond*, cit., pp. 607 ss.).

Infatti, lo scenario cambiò significativamente durante la fase di “espansione” del mercato (2016 – 2019; v. *supra* Capitolo III, § 8) in conseguenza del maggior rilievo e della crescente centralità assunta dall’ICMA e dai relativi *standard* come strumento di *private governance* dell’intero mercato. Ciò si ritiene dovuto ad una pluralità di fattori.

In primo luogo, nel citato periodo l’ICMA elaborò nuovi *standard* sul modello dei GBP (che furono peraltro significativamente aggiornati) per disciplinare gli altri strumenti di debito sostenibile, come *social*, *sustainability* e *sustainability-linked bond*, così offrendo discipline di riferimento per l’intero settore²⁹. Come visto, inoltre, in quegli anni le *core components* elaborate dall’ICMA furono estese anche ai *loans* sostenibili, grazie agli *standard* LMA-APSTA-LSTA, mentre il CBS si allineò ai GBP, incorporandoli all’interno del proprio *standard*³⁰. Oltre a ciò, l’ICMA intervenne più diffusamente anche in tema di *external review*, attraverso le proprie *Guidelines on External Reviews*, e assumendo ulteriori iniziative per favorire la standardizzazione di tali pratiche e delle relative metodologie, anche con riferimento alle tassonomie e all’attività di *impact reporting*³¹.

In secondo luogo, iniziarono a proliferare gli interventi regolatori di Stati e autorità di regolamentazione dei mercati. Tra questi, come visto, alcuni hanno integrato gli *standard* ICMA nei propri ordinamenti, vuoi elaborando proprie norme ad essi pienamente allineate, vuoi dando diretta applicazione a questi ultimi, mentre altri richiedono unicamente lo svolgimento di *external review* per confermare l’effettiva sostenibilità dello strumento emesso³².

In tale contesto, infine, l’*external review* emerse come strumento tipico di verifica della *compliance* per tutti gli strumenti di debito sostenibile, pienamente legittimato sia dagli *standard* ICMA, sia da altri *standard* nazionali o regionali, sia dalle norme interne dei vari mercati regolamentati, che in poco tempo si è consolidato come prassi comune di mercato a livello internazionale³³.

La combinazione di tali fattori portò, in ultima analisi, all’emersione dell’ICMA come principale regolatore o *standard-setter* dell’intero settore e, correlativamente, all’affermazione dei relativi *standard* come disciplina comune a livello internazionale, caratterizzata sia da norme di carattere sostanziale (regole di condotta per l’emissione di *bond* sostenibili), sia da norme di carattere procedurale (regole di condotta per la verifica

²⁹ V. *supra* Capitolo III, § 12.

³⁰ V. *supra* Capitolo III, § 12.

³¹ V. *supra* Capitolo III, § 6 (*external review*) e § 13 (*impact reporting*).

³² V. *supra* Capitolo III, § 9 e 10.

³³ Sul punto, v. *infra* Capitolo VI.

della *compliance* attraverso *external review*). In altri termini, se, nella fase precedente, la *governance* del mercato poteva risultare frammentata e dispersa in numerosi attori e strumenti e, quindi, priva di organicità, tale fase si caratterizza, invece, per la progressiva formazione di una disciplina comune del settore, risultante dall'attività di *standard-setting* svolta dall'ICMA, a cui si ricollegano normativamente tutti gli altri strumenti di regolamentazione e *governance* privata (CBS, *standard* ASEAN, *standard* LMA-APSTA-LSTA) e le discipline interne di numerosi mercati regolamentati e ordinamenti interni³⁴.

Per tale ragione, muovendo dall'analisi di PARK introdotta nel presente paragrafo, occorre procedere nuovamente alla ricostruzione e alla qualificazione dell'attuale struttura di regolamentazione e *governance* del mercato, recependo i cambiamenti intercorsi.

Il punto focale della ricostruzione offerta nel presente Capitolo consiste nel dimostrare che, nonostante la natura privata e volontaria degli *standard* ICMA, questi ultimi si configurano non più come uno tra i molteplici, diversi e autonomi strumenti di *governance* del mercato, come teorizzato da PARK, ma fungono ormai, a tutti gli effetti, da regolamentazione comune per l'intero mercato internazionale. Tale considerazione consente di andare oltre la mera analisi delle strutture di *governance* del mercato, che si risolve nello studio delle interazioni tra soggetti, e di concentrarsi, invece, sul sistema normativo che si è venuto di fatto a formare, ricostruendolo quale insieme di principi, norme e prassi comuni che disciplinano l'attività di enti emittenti, pubblici e privati, e prestatori di *external review* a livello internazionale-transnazionale. Il cambio di prospettiva proposto sarà discusso, in particolare, con riferimento al concetto di *transnational private regulation*³⁵.

Da ultimo, nella fase di “crescita esponenziale” del mercato, innescata con l'avvento della pandemia e ancora in corso (2020; v. *supra* Capitolo III, § 13), la struttura di *governance* del mercato non sembra aver subito, per ora, sostanziali innovazioni, nonostante il percorso di vera e propria standardizzazione *stricto sensu* internazionale delle tassonomie intrapreso dall'IPSF, la proposta dell'EU GBS come *gold standard* per i *green bond* e il ruolo di coordinamento delle riforme in materia di Finanza sostenibile assunto dal G20 in occasione del Vertice italiano del 2021³⁶, trattandosi di iniziative tuttora *in fieri*.

³⁴ V. *supra* Capitolo III, § 9 e § 10.

³⁵ V. *infra* § 6.

³⁶ V. *supra* rispettivamente Capitolo IV, § 9 (IPSF), § 8 (EU GBS) e Capitolo II, § 3 (G20).

§ 3. La struttura di *governance* del mercato del mercato del debito sostenibile e la relativa regolamentazione.

Sulla scorta dell'analisi effettuata nella Parte Seconda e delle considerazioni sopra svolte, è possibile ricostruire la complessa struttura di *governance* del mercato e il quadro delle fonti normative rilevanti che caratterizzano il mercato in esame.

Quanto alla struttura di *governance*, la stessa risulta, ad oggi, variamente distribuita tra i seguenti soggetti e attori:

(i) il G20, che ha supportato lo sviluppo del mercato nel più ampio contesto della Finanza sostenibile ed elaborato *report* rivolti a tutti i partecipanti del mercato³⁷, nonché specifiche raccomandazioni rivolte a Stati e regolatori finanziari³⁸, e che con il Vertice del 2021 sembra intenzionato ad assumere un ruolo guida a livello di coordinamento internazionale delle riforme in materia di Finanza sostenibile;

(ii) le Organizzazioni internazionali, in particolare le Nazioni Unite tramite l'UNEP³⁹ e la SSE⁴⁰, la Banca Mondiale⁴¹ e l'International Financial Corporation (IFC)⁴², l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OECD)⁴³, che hanno

³⁷ Cfr. i *report* dei vari *study group* in materia di Finanza sostenibile: G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report 2016*, cit.; G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report 2017*, cit.; G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2018*, cit.; G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, *Background Paper. Developing Sustainable Debt Products for Long-term Institutional Investors*, cit.; G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2021*, cit.; G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2022*, cit.

³⁸ Cfr. in particolare G20, *2016 Hangzhou Leaders Communiqué*, punto 21 (“*We recognize that, in order to support environmentally sustainable growth globally, it is necessary to scale up green financing (...) We believe efforts could be made to provide clear strategic policy signals and frameworks, promote voluntary principles for green finance, (...) support the development of local green bond markets, promote international collaboration to facilitate cross-border investment in green bonds*”) e G20, *2021 Rome Leaders' Declaration*, in particolare punti 30 e 31.

³⁹ V. *supra* Capitolo II, § 3 e Capitolo III, § 7; con specifico riferimento al mercato del debito sostenibile cfr.: UNEP, CBI, *Scaling Green Bond Markets. Guide for the Public Sector*, cit.; UNEP, WB, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, cit.

⁴⁰ Cfr. SSE, *How securities regulators can support the Sustainable Development Goals. A sharing of experiences*, 2018 e gli altri documenti citati in Appendice II, punto I.

⁴¹ Con specifico riferimento al mercato del debito sostenibile cfr.: UNEP, WB, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, cit.; IBRD, WB, *Green Bond Proceeds Management & Reporting. A World Bank Guide for Green Bond Issuers*, cit.

⁴² Con specifico riferimento al mercato del debito sostenibile cfr.: IFC, *Mobilizing Private Climate Finance. Green Bonds and Beyond*, 2016, cit.; IFC, *Guidance for Sovereign Green Bond Issuers*, 2018; SBN, IFC, CBI, *Creating Green Bond Markets. Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets*, 2018; IFC, *Emerging Market Green Bonds Report 2019: Momentum Builds as Nascent Markets Grow*, 2019; IFC, *Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis*, 2020; IFC, *Guidelines for Blue Finance Guidance for financing the Blue Economy, building on the Green Bond Principles and the Green Loan Principles*, 2022.

⁴³ Con specifico riferimento al mercato del debito sostenibile cfr.: OECD, *Green bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition. Policy perspective*, 2015; OECD, *A quantitative framework for*

prodotto *report*, proposte regolatorie, raccomandazioni e linee-guida per supportare lo sviluppo anche normativo del mercato, stimolando opportune iniziative da parte di Stati, regolatori finanziari e *standard-setter*;

(iii) i regolatori (o *standard-setter*) transnazionali privati, come l'International Capital Market Association (ICMA) e la Climate Bonds Initiative (CBI) per i *bond* sostenibili, nonché la Loan Market Association (LMA), la Loan Syndications and Trading Association (LSTA) e l'Asia Pacific Loan Market Association (APLMA) per i *loans* sostenibili, che hanno elaborato specifici *standard* di settore a vocazione universale;

(iv) i regolatori regionali o sovranazionali, come l'ASEAN Capital Markets Forum (ACMF), che ha elaborato *standard* di settore sul modello degli *standard* ICMA⁴⁴ e la Commissione Europea, che, seguendo un approccio completamente diverso, è intenzionata a creare un *gold standard* europeo dalla portata universale⁴⁵;

(v) i comitati internazionali o reti transnazionali di regolatori, come l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO)⁴⁶ e la stessa Sustainable Stock Exchange Initiative (SSE), che promuovono la regolamentazione del settore a livello nazionale ed elaborano raccomandazioni al riguardo;

(vi) gli Stati, che in taluni casi sono intervenuti nell'esercizio dei propri poteri sovrani per disciplinare il mercato interno degli strumenti di debito sostenibile, come nel caso della Cina, del Giappone, del Brasile e di altre giurisdizioni⁴⁷;

(vii) i regolatori finanziari nazionali, incluse le autorità di regolamentazione e gestione dei mercati regolamentati, che, nell'esercizio dei propri poteri regolamentari o auto-regolamentari, hanno istituito segmenti dedicati al *listing* di tali strumenti, dando sovente applicazione agli *standard* dell'ICMA ovvero facendo comunque riferimento a *standard* e *best practice* internazionali⁴⁸;

analysing potential bond contributions in a low-carbon transition, 2017; OECD, *Investing in Climate, Investing in Growth*, 2017; OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, Green Finance and Investment*, 2017; OECD, *Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries*, 2021.

⁴⁴ V. *supra* Capitolo III, § 9; cfr.: ACMF, *ASEAN Green Bond Standards*, 2017; *ASEAN Social Bond Standards*, 2018; *ASEAN Sustainability Bond Standards*, 2018; *Roadmap for ASEAN Sustainable Capital Markets; ASEAN Taxonomy*, 2021; *ASEAN SDG Bond Toolkit*, 2021.

⁴⁵ V. *supra* Capitolo IV, § 8.

⁴⁶ IOSCO, *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO. Report of the Board of IOSCO*, 2020; IOSCO, *Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators, Report of the IOSCO Growth and Emerging Market Committee*, 2020; IOSCO, *Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management, Report of the Board of IOSCO*, 2021.

⁴⁷ V. *supra* Capitolo III, § 9 e cfr. Appendice III, punto III.

⁴⁸ V. *supra* Capitolo III, § 9 e § 10.

(viii) le società di *external review*, il cui ruolo, come si vedrà, è cruciale nel garantire il monitoraggio della *compliance* sia a livello interno, sia a livello internazionale, trattandosi di soggetti preposti istituzionalmente, ad ogni livello di *governance*, alla verifica dei processi di emissione e di rendicontazione relativi agli strumenti in esame⁴⁹;

(ix) altri attori privati, come i fornitori di indici, che includendo ovvero escludendo da questi ultimi taluni strumenti di debito sostenibile sulla base di specifici criteri, contribuiscono alla trasparenza e all'integrità del mercato, svolgendo il ruolo di *gatekeepers*.

La complessa struttura di *governance* che è emersa nella prassi internazionale si distingue per la spiccata natura privatistica degli attori che esercitano i poteri regolatori fondamentali di produzione, attuazione ed esecuzione delle norme rilevanti, segnatamente l'ICMA per le funzioni di *standard-setting* e i prestatori di *external review* per le funzioni di *compliance* e di *enforcement*. Dal punto di vista più prettamente politico, si evidenzia, invece, il ruolo di coordinamento svolto dagli attori statali, in particolare gli Stati del G20 e le Organizzazioni internazionali sopra citate.

Muovendo dal piano della *governance* al piano della regolamentazione, come sopra intesa, emergono una pluralità di strumenti giuridici che nel loro insieme concorrono a disciplinare il mercato del debito sostenibile, la maggior parte dei quali ha natura transnazionale e privata. Escludendo i documenti che consistono in mere analisi e raccomandazioni di *policy-making*, gli strumenti giuridici rilevanti possono, infatti, essere distinti tra le seguenti fonti:

(i) fonti internazionali, che si risolvono, essenzialmente, nelle specifiche “*guidance*” elaborate dalla Banca Mondiale “*Green Bond Proceeds Management & Reporting. A World Bank Guide for Green Bond Issuers*” e dall'IFC “*Guidance for Sovereign Green Bond Issuers*”⁵⁰ relative ai *green bond* emessi da soggetti pubblici, che raccomandano, senza affatto prescrivere, comportamenti, e si caratterizzano, dunque, per lo scarso contenuto precettivo;

(ii) fonti regionali⁵¹, vale a dire gli *standard* ASEAN (*ASEAN Taxonomy; ASEAN Green Bond Standards; ASEAN Social Bond Standards; ASEAN Sustainability Bond Standards; ASEAN SDG Bond Toolkit*) e le discipline dell'Unione Europea (*Taxonomy*

⁴⁹ Tali attori privati svolgono funzioni di verifica e monitoraggio della *compliance* per l'intero mercato.

⁵⁰ Cfr. IBRD, WB, *Green Bond Proceeds Management & Reporting. A World Bank Guide for Green Bond Issuers*, 2017; IFC, *Guidance for Sovereign Green Bond Issuers*, 2018. Cfr. anche IFC, *Guidelines for Blue Finance Guidance for financing the Blue Economy, building on the Green Bond Principles and the Green Loan Principles*, 2022.

⁵¹ Cfr. sul punto Appendice III, punto II.

*Regulation*⁵²; *proposal for a European Green Bond Standard*⁵³), che hanno natura propriamente prescrittiva;

(iii) fonti transnazionali private⁵⁴, che includono gli *standard* ICMA (*Green Bond Principles; Social Bond Principles; Sustainability Bond Guidelines; Sustainability-Linked Bond Principles; Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews; Green, Social and Sustainability Bonds: A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals; Harmonised Framework for Impact Reporting for Green Bonds; Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds; Sustainability-Linked Bonds Illustrative KPIs Registry*); gli *standard* CBI (*Climate Bonds Standard and Certification Scheme; Climate Bonds Taxonomy*); e gli *standard* LMA-APLMA-LSTA (*Green Loan Principles; Social Loan Principles; Sustainability-Linked Loan Principles; Guidance for Green, Social, and Sustainability-Linked Loans External Reviews; Guidance on Green Loan Principles; Guidance on Social Loan Principles; Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles; Sustainable Lending Glossary Of Terms*), che stabiliscono regole da considerarsi come di fatto obbligatorie unitamente a specifiche raccomandazioni;

(iv) fonti interne, che includono tanto le regolamentazioni e gli atti di *soft-law* emessi da uno Stato centrale, quanto i regolamenti emessi dalle competenti autorità di regolamentazione o di gestione dei mercati regolamentati⁵⁵.

Nel merito, il contenuto delle citate fonti ruota intorno a tre aspetti fondamentali della disciplina. In primo luogo, rileva il riferimento alle tassonomie delle attività considerate sostenibili, le quali, come visto, sono definite a livello molto generale dagli *standard* ICMA e sono, poi, ulteriormente dettagliate da appositi documenti normativi di rilevanza nazionale o regionale. Per gli strumenti *sustainability-linked*, il riferimento alle tassonomie è sostituito da quello relativo ai *key performance indicators*. In secondo luogo, vengono in rilievo gli *standard* di processo, che disciplinano l'emissione dei vari strumenti e stabiliscono gli adempimenti per gli enti emittenti prima e dopo l'emissione. Tali *standard* di processo sono definiti, sia nelle componenti essenziali, sia nelle raccomandazioni fondamentali dai *Principles* ICMA. In terzo luogo, si pongono i servizi di *external review*, quali strumenti

⁵² Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.

⁵³ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European green bonds.

⁵⁴ Cfr. Appendice III, punto I.

⁵⁵ V. *supra* Capitolo III, § 9 e Appendice III.

tipici per la verifica e il controllo della *compliance*, che trovano una comune, ma assai generica, disciplina nelle *Guidelines* ICMA e LMA-APSTA-LSTA.

La pluralità e la complessità del quadro sopra delineato impongono di soffermarsi dapprima sull'analisi della struttura di *governance* del mercato, riprendendo concetti sviluppati a cavallo tra diritto internazionale e *global governance*, per poi focalizzarsi sul sistema normativo che da essa trae origine.

§ 4. Caratteristiche e forme dei regimi di *private governance* e loro interazione con le strutture di *public governance*.

A partire dalla fine degli anni '90, i regimi di *private governance* sono stati oggetto di approfonditi e specifici studi a cavallo tra scienze giuridiche e scienze sociali, secondo un approccio prevalentemente interdisciplinare⁵⁶ volto a ricostruirne e analizzarne le caratteristiche fondamentali e studiarne l'interazione con Stati, Organizzazioni internazionali e le relative strutture di *public governance*, tenuto conto, da un lato, della loro capacità di introdurre specifiche discipline e di promuoverne la *compliance* e l'*enforcement* a livello globale; dall'altro lato, della loro formale esclusione dal perimetro dell'ordinamento internazionale⁵⁷.

Ai fini della presente indagine, l'analisi dei regimi di *private governance* del mercato può condursi su tre specifici piani, aventi ad oggetto: (i) le caratteristiche normative degli strumenti giuridici utilizzati; (ii) la natura dei soggetti che li governano; e (iii) le forme di interazione con i vari regimi di *public governance*⁵⁸.

⁵⁶ Anche su tale aspetto, la bibliografia è sconfinata. Per quanto riguarda la letteratura nell'ambito delle scienze sociali, cfr. in particolare: T. BUTHE, *Governance through private authority: non-state actors in world politics*, in *Journal of International Affairs*, 58(1), 2004, pp. 281-291; T. BÜTHE, *Private regulation in the global economy: a (P) review*, cit.; A. CUTLER, V. HAUFLE, T. PORTER (eds.), *Private Authority and International Affairs*, New York, 1999; R.B. Hall, T.J. Biersteker (eds.), *The Emergence of Private Authority in Global Governance*; D. VOGEL, *Private Global Business Regulation*, in *Annual Review of Political Science*, 11(1), 2008, pp. 261-282; W. MATTLI, N. WOODS (ed.), *The Politics of Global Regulation*, 2009, cit.; oltre alla bibliografia citata *supra* 1. Per quanto riguarda la letteratura nell'ambito delle discipline giuridiche, cfr. in particolare la bibliografia citata *supra* 2, nonché la bibliografia riportata *infra* relativa nello specifico al fenomeno della *transnational private regulation*.

⁵⁷ Per un'analisi dei regimi di *private governance* in tali specifici ambiti cfr. in particolare: M.P. VANDERBERGH, J.M. GILLIGAN, *Beyond Gridlock*, in *Columbia Journal of Environmental Law*, 40(2), 2015; S.K. PARK, G. BERGER-WALLISER, *A Firm-Driven Approach to Global Governance and Sustainability*, in *American Business Law Journal*, 52(2), 2015, pp. 255-315.

⁵⁸ Ulteriori considerazioni in merito alla *legitimacy*, alla *effectiveness*, alla *accountability* e all'*enforcement* dei regimi di *private governance* verranno svolte nel prosieguo della trattazione.

In primo luogo, si osserva che gli strumenti giuridici di *private governance* sono sovente denominati utilizzando *nomina iuris* che includono: (i) *principles*; (ii) *guidelines*; (iii) *standards*; (iv) *codes of conduct*; (v) *certifications*; e altri⁵⁹. Premesso che la ricostruzione delle caratteristiche dei vari strumenti di *private governance* va ben oltre lo scopo della presente ricerca e che non si rinviene, in letteratura, una precisa ed esaustiva tassonomia di riferimento⁶⁰, si precisa, innanzitutto, che non vi sono sostanziali differenze tra principi, linee-guida e *standard*. Questi ultimi, infatti, sono sovente identificati, collettivamente, con il termine di *standard*, intesi, in senso molto ampio, come “a *guide for behavior and for judging behavior*”⁶¹ e ritenuti parte del medesimo fenomeno denominato, per l'appunto, di “*standard-setting*”⁶². Può comunque sostenersi, al riguardo, che i principi (o la cosiddetta “*principle-based regulation*”) sono regole di condotta formulate in termini molto ampi e generici e con un elevato livello di astrazione, che devono essere resi operativi dai relativi destinatari di regola attraverso ulteriori atti di autoregolamentazione; le linee-guida sono regole di condotta più specifiche che definiscono regole procedurali che i relativi destinatari possono seguire per compiere determinate attività; gli *standard* sono anch'essi regole di condotta più specifiche, spesso dal contenuto tecnico, che definiscono processi standardizzati che i relativi destinatari possono (o devono) utilizzare per sviluppare *framework* normative interne o per strutturare determinati prodotti o servizi da offrire sul mercato. I codici di condotta, invece, si differenziano dai citati *standard* pressoché esclusivamente per il maggior grado di dettaglio e di sistematicità di cui godono in genere le regole di condotta in essi contenute⁶³.

⁵⁹ Tralasciando gli strumenti di *private governance* che rilevano esclusivamente nell'ambito del monitoraggio e dell'*enforcement* della *compliance*, come le *external assurance*, e rimanendo su quelli che contengono specifiche regole di condotta, si evidenziano, oltre a quelli citati, rilevanti ai fini della ricerca, anche i cosiddetti *supply-chain contracts*, contratti regolatori e altri schemi contrattuali, licenze, *memorandum of understanding*, *models* e *meta-standards*, schemi di *disclosure* e *reporting*, schemi e modelli cooperativi (cfr. T.M. ROBERTS, *Innovations in Governance: A Functional Typology of Private Governance Institutions*, cit.; nonché F. CAFAGGI, *A Comparative Analysis of Transnational Private Regulation: Legitimacy, Quality, Effectiveness and Enforcement*, EUI Working Papers, 2014/15, 2014).

⁶⁰ In merito alla mancanza di siffatta tassonomia cfr. in particolare T.M. ROBERTS, *Innovations in Governance: A Functional Typology of Private Governance Institutions*, cit., che ha, peraltro, proposto una propria sistematizzazione dei vari strumenti di *private governance*, sulla base dei cinque stadi del processo regolatorio teorizzati da ABBOTT e SNIDAL.

⁶¹ Cfr. K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International “standards” and international governance*, in *Journal of European Public Policy*, 8(3), 2001, p. 345.

⁶² Cfr. F. JÜRGEN, *Environment, Private Standard-Setting*, 2009, in R. WOLFRUM, *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, cit.

⁶³ Cfr. F. JÜRGEN, *Code of conducts*, 2009, in R. WOLFRUM, *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, che li definisce, in maniera molto generica, come “*regulatory instruments consisting of written sets of rules and principles which can deal with very specific or more general areas of regulatory concern, but always focus on a certain desirable conduct of the addressees*”, con la precisazione che “*In practice, codes of conduct are often also referred to as guidelines, principles, declarations or codes of ethics*” (cfr. *Ivi*, p. 1).

Discorso a parte meritano le certificazioni. Innanzitutto, occorre distinguere tra gli “schemi di certificazione” in senso proprio e le “certificazioni” in senso più ampio e generico. Nel primo caso, si tratta essenzialmente di *standard* associati ad uno schema di certificazione gestito dallo stesso *standard-setter body*, che pone regole procedurali per la verifica e il monitoraggio della *compliance* e per il conseguente rilascio, in via ufficiale, di un certificato che attesta la corretta applicazione dello *standard*⁶⁴ (sul punto, v. *infra* Capitolo VI, § 2 con riferimento al CBS). Nel secondo caso, si tratta, invece, di meri servizi di *external assurance* con cui un soggetto terzo verifica e attesta la corretta applicazione di uno *standard* per il quale non è previsto il rilascio di alcun certificato ufficiale (sul punto, v. *infra* Capitolo VI, § 1). La differenza è fondamentale poiché il termine “certificazione” può indicare, nel primo caso, una particolare tipologia di *standard*, mentre nel secondo caso un mero strumento di verifica della *compliance*, svolto privatamente, rispetto a *standard* formati *aliunde*⁶⁵.

In secondo luogo, è poi possibile distinguere, in base ai soggetti coinvolti, quattro diversi modelli di *private governance*, di tipo: (i) *industry-driven*; (ii) *NGO-led*; (iii) *expert-led*; e (iv) *multi-stakeholder*⁶⁶. Nello specifico, i modelli di tipo *industry-driven* si caratterizzano per il fatto che l’ente regolatore è composto esclusivamente da attori appartenenti alla medesima categoria dei soggetti regolati e non include rappresentanze dei soggetti beneficiari della regolamentazione, come ad esempio i consumatori o gli investitori⁶⁷. Un esempio paradigmatico è rappresentato dalle associazioni di imprese, che svolgono sovente attività di *standard-setting* rispetto a specifici mercati, prodotti e settori

⁶⁴ Cfr. M.M. BLAIR, C.A. WILLIAMS, L.W. LIN, *The Roles of Standardization, Certification and Assurance Services in Global Commerce*, in L. SACCONI, M. BLAIR, R.E. FREEMAN, A. VERCELLI (eds.) *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, London, 2011, pp. 299-331; T.M. ROBERTS, *The Rise of Rule Four Institutions: Voluntary Standards, Certification and Labeling Systems*, in *SSRN Electronic Journal*, 2011P. VERBRUGGEN, R. SCHMIDT, *The Role of Certification in the Enforcement of Transnational Private Regulation*, in *SSRN Electronic Journal*, 2012; F. CAFAGGI, P. IAMICELI, *Supply chains, contractual governance and certification regimes*, in *European Journal of Law and Economics*, 37(1), 2014, pp. 131-173; F. CAFAGGI (ed.), *Enforcement of Transnational Regulation. Ensuring Compliance in a Global World*, Cheltenham, 2014.

⁶⁵ Anche le *external assurance* sono considerati strumenti di *private governance*, ma non hanno contenuto normativo, in quanto si limitano ad attestare la sussistenza di determinati requisiti.

⁶⁶ La classificazione proposta fa propria l’analisi di F. CAFAGGI, *New Foundations of transnational private regulation*, cit., pp. 31 ss. Cfr. anche F. CAFAGGI, A. RENDA, *Public and Private Regulation*, in *The Dovenschmidt Quarterly*, 1(1), 2014, pp. 16-33; F. CAFAGGI, *A Comparative Analysis of Transnational Private Regulation: Legitimacy, Quality, Effectiveness and Enforcement*, cit.; M. SCHELTEMA, *Assessing effectiveness of international private regulation*, in *Richmond Journal of Global Law and Business*, (13)2, 2014, pp. 267 ss.

⁶⁷ Cfr. F. CAFAGGI, *New Foundations*, cit., p. 32: “This model represents an ideal type of structure where the regulator and regulated coincide whereas the beneficiaries are outside the regulatory body, that is, they are not members but are affected by the regulatory process. It is the opposite of a public regulation structure in which the regulator and regulated have to differ and capture of the regulator by the regulatees is one of the main governance problems. Examples of this model are trade associations regulating the conduct of their members or industry cartels created by market players”.

nel principale interesse, a seconda dei casi, o delle sole imprese partecipanti o di tutte le imprese appartenenti alla medesima categoria⁶⁸. Nei modelli di tipo *NGO-led*, invece, i regolatori sono organizzazioni non governative o enti *no profit* che elaborano regole di condotta per imprese e altri attori economici nell'interesse di determinati beneficiari, tipicamente attraverso l'offerta di veri e propri schemi di certificazione nel senso sopra precisato⁶⁹. Diversamente, i modelli di tipo *expert-led* consistono, in genere, in "gruppi di esperti", nominati attraverso vari procedimenti e criteri, che promuovono una standardizzazione di tipo tecnico relativamente a specifici mercati, prodotti o settori⁷⁰. Infine, i modelli di tipo *multi-stakeholder* si contraddistinguono per l'eterogeneità delle categorie di soggetti che partecipano alla medesima struttura di *governance*, all'interno della quale ricevono rappresentanza tanto i "regulated", ovvero i destinatari delle norme, quanto i "beneficiaries" della regolamentazione, vale a dire i portatori degli interessi tutelati e promossi⁷¹. Tali modelli di *governance* sono costituiti da varie rappresentanze e categorie di *stakeholders*, che possono altresì includere soggetti pubblici⁷², e, per tale ragione, sono considerati più inclusivi, partecipativi e democratici e sono specificamente supportati dall'Agenda 2030.

In terzo luogo, risulta opportuno soffermarsi sull'interazione tra i sistemi di *private governance* e la regolamentazione pubblica interna o internazionale. Al riguardo, tra le varie

⁶⁸ Nel primo caso lo *standard* proposto promuove e tutela un cosiddetto interesse di *club* e i destinatari delle relative norme sono solamente le imprese partecipanti; nel secondo caso, invece, l'interesse promosso e tutelato ha carattere generale e i destinatari dello *standard* consistono nella generalità degli attori che appartengono ad una medesima categoria.

⁶⁹ Cfr. F. CAFAGGI, *New Foundations*, cit., p. 34: "In this model, the regulators and regulated differ but regulators and (some) beneficiaries coincide. The regulatory body is governed by NGOs while the regulated are firms. This model is deployed in certification where NGOs define requirements to certify products and services that firms have to comply with in order to benefit the final consumers. But often these organizations contribute to the monitoring and enforcement of consumer rights".

⁷⁰ Cfr. F. CAFAGGI, *New Foundations*, cit., p. 35: "In this model the rules are mainly technical; the regulator is a private non-profit organization, supposedly independent from the industry and from the final beneficiaries but often subject to capture. The regulator differs from the regulated and from the beneficiaries and its legitimacy is based on expertise".

⁷¹ Cfr. F. CAFAGGI, *New Foundations*, cit., pp. 35 e 37: "A fourth category is the multi-stakeholder model where both the regulated and the beneficiaries are represented in the regulatory body with differences concerning interest representation. Occasionally public bodies are also part of the governance either directly or as observers. There are two variants of this model: one organizational and one contractual. In the organizational variant, the regulatory bodies, associations, foundations, non-profit corporations, and for-profit organizations are composed of multiple constituencies (...) The second variant is represented by the contractual model. It operates through regulatory contracts in the form of multilateral contracts, network contracts, and master agreements".

⁷² I soggetti pubblici possono partecipare come meri osservatori, come osservatori dotati di determinati poteri di consultazione e *governance* oppure come *stakeholder* aventi pari o superiori diritti e poteri rispetto alle rappresentanze del settore privato; in base a ciò, può parlarsi di un sistema di *private governance* inclusivo e aperto oppure di un vero e proprio sistema di *governance* ibrida, che sottende una *public-private partnership* tra i vari *stakeholder*.

ricostruzioni proposte, si segnala quella di CAFAGGI che ha evidenziato quattro possibili forme di interazione: *hybridization*, *collaborative rule-making*, *coordination*, *competition*⁷³; e di SCHELTEMA, che le ha, invece, ridotte a tre: *mutual influence* (che comprende le precedenti *hybridization* e *coordination*), *collaborative rule-making*, *competition*⁷⁴. Sul punto, giova precisare, preliminarmente, che il termine *hybridization* o *hybridity* suole indicare, in letteratura, e in termini essenzialmente descrittivi⁷⁵, il fenomeno generale in forza del quale una determinata fattispecie risulta al contempo governata da una pluralità di principi, norme, prassi e strumenti di *governance* sia pubblici (nazionali o internazionali) sia privati (interni o transnazionali), che interagiscono e si influenzano reciprocamente⁷⁶. In termini più prescrittivi, il concetto di ibridazione è, invece, utilizzato per promuovere l'integrazione tra sistemi normativi e di *governance* pubblici e privati, per una migliore tutela degli interessi giuridici rilevanti⁷⁷. Di conseguenza, le sopra citate forme di interazione tra *governance* pubblica e privata si collocano all'interno di tale fenomeno generale, del quale sono, al contempo, causa ed effetto; per tale ragione, diversamente da CAFAGGI, si preferisce in questa sede utilizzare il termine "ibridazione" in tale più ampia accezione, senza indicare una specifica forma di interazione pubblico-privato.

⁷³ Cfr. F. CAFAGGI, *New Foundations*, cit., p. 43 ss.: "Hybridization between private and public law tools occurs in both directions: administrative law principles are applied to private organizations exercising rule-making power at transnational level; contract and organizational law rules and principles are applied to the activity of IO and IGO to regulate firms and other entities (...) Collaborative rule making occurs when private and public actors engage in a process by which rules are jointly drafted (...) Coordination implies interdependence between independent private and public regimes. Unlike collaborative rule-making, here the two regimes are autonomous but their regulatory activities are mutually influenced (...) Competition between public and private regimes at transnational level occurs when private actors raise the standards defined by the public actor, thereby decreasing the legitimacy of public regulation and taking leadership without being subject to the procedural requirements applied to international public law regimes". Cfr. anche F. CAFAGGI, *A Comparative Analysis of Transnational Private Regulation*, cit.

⁷⁴ Cfr. M. SCHELTEMA, *Assessing Effectiveness of International Private Regulation in the CSR Arena*, cit., pp. 270 ss.: "Mutual influence of public and private regulation encompasses two directions. On one hand, administrative law principles are applied to private organizations exercising rulemaking power at the international level (...) the mutual influence of public and private regulation is amplified into deliberate collaboration as private and public actors engage in the joint drafting of rules (...) Competition occurs when private actors raise the standards defined by the public actor, thereby decreasing the legitimacy of public regulation and taking leadership without being subject to the procedural requirements applied to international public law regimes".

⁷⁵ Il termine non ha un preciso significato giuridico. Al riguardo, occorre distinguere la connotazione meramente descrittiva che esso assume, dalla connotazione più propriamente prescrittiva. Sotto quest'ultimo profilo, il termine indica un approccio regolatorio espressamente finalizzato a sovrapporre, in maniera complementare e sinergica, regolamentazione pubblica e privata (sul punto cfr.: P.S. BERMAN, *Towards A Jurisprudence Of Hybridity*, cit; H. OSOFSKY, *Multidimensional Governance and the BP Deepwater Horizon Oil Spill*, in *Florida Law Review*, 63(5), 2011, pp. 1117 ss; G. DE BÚRCA, J. SCOTT, *Introduction: Governance, Law and Constitutionalism, in Law and new governance in the EU and the US*, Oxford, 2011.

⁷⁶ Cfr. H. OSOFSKY, *Multidimensional Governance*, cit., p. 1117.

⁷⁷ Cfr. su tutti P.S. BERMAN, *Towards a jurisprudence of hybridity*, cit.

Facendo proprie le analisi di CAFAGGI e SCHELTEMA e le considerazioni appena esposte in merito al concetto di ibridazione, è, quindi, possibile identificare, in particolare, le seguenti quattro forme di interazione⁷⁸: (i) “l’influenza reciproca”, che si verifica quando i principi, le norme e gli strumenti appartenenti al diritto pubblico informano e si integrano con quelli derivanti da regimi di *governance* privata e viceversa, al di là di rapporti formali tra i diversi sistemi; (ii) “la coordinazione”, che si verifica quando regolamentazione pubblica e privata si integrano vicendevolmente, per effetto del coordinamento spontaneo, ma formalizzato, tra l’attività normativa e di *governance* di attori pubblici e quella di attori privati; (iii) “il *rulemaking* collaborativo”, che si verifica quando deliberatamente attori pubblici e privati intraprendono un comune processo di regolamentazione, in cui le norme sono frutto di un’attività congiunta e collaborativa; (iv) “la competizione”, che si verifica quando attori privati elaborano norme più stringenti di quelle stabilite da regolatori pubblici, innalzando il livello di tutela dei “*regulatory beneficiaries*”, o viceversa.

Sulla base di tali considerazioni di ordine generale, e venendo al caso di specie, si conferma, estendendolo all’intero mercato del debito sostenibile, la qualificazione degli strumenti di *private governance* del mercato offerta da PARK con specifico riferimento ai *green bond*. In particolare: (i) gli *standard* ICMA, così come gli analoghi *standard* in materia di *loans* sostenibili, si configurano come “*process standard*” di natura privata e di tipo *industry-driven*; (ii) il CBS, invece, consiste in uno “schema di certificazione” privato di tipo *NGO-led*, il quale rappresenta, a sua volta, una forma di *external review* rispetto agli *standard* ICMA, ASEAN, LMA-APSTA-LSTA, che sono in esso pienamente incorporati. Oltre a ciò, si può concludere che: (iii) gli *standard* ASEAN sono qualificabili come vera e propria *soft-law* regionale, trattandosi di *standard* che, ancorché ampiamente basati sugli *standard* ICMA, sono emessi da un ente composto esclusivamente dai regolatori finanziari dei Paesi dell’ASEAN, e quindi da una rete di soggetti pubblici; (iv) ove approvato, l’EU GBS è qualificabile come vera e propria regolamentazione di *hard-law*, per le ragioni esposte *supra* Capitolo IV, § 8.

Per quanto riguarda le forme di interazione tra le strutture e gli strumenti di *private governance* del mercato e i regimi di *public governance*, si rileva come sussistano tutte le quattro forme di interazione sopra evidenziate. Infatti, è possibile ravvisare la “reciproca influenza” e la “coordinazione” con particolare riferimento all’attività di Stati e regolatori dei mercati, i quali tendono, come visto, a recepire o comunque allinearsi agli *standard*

⁷⁸ Cfr. F. CAFAGGI, *New Foundations*, cit., p. 43 ss; M.W. SCHELTEMA, *Assessing Effectiveness of International Private Regulation*, cit., pp. 270 ss.

ICMA, vuoi dandone diretta applicazione nei propri mercati interni (coordinazione, come nel caso degli *standard* ASEAN), vuoi integrandoli di fatto nelle discipline contenute nei propri *standard* interni (reciproca influenza, come nel caso dell'EU GBS). In tal modo, gli strumenti di *governance* privata e transnazionale del mercato si integrano pienamente con le strutture di *governance* dei mercati interni, in un processo di reciproca e sostanziale ibridazione. Inoltre, come avvenuto per gli *standard* dell'ASEAN e con l'EU GBS, regolatori pubblici e privati possono, altresì, intraprendere percorsi di “*collaborative rule-making*”, soprattutto nella fase di *drafting* degli *standard*. Infine, si ravvisa la “competizione”, con particolare riferimento ai *green bond*, tra gli *standard*, pubblici e privati, aventi efficacia giuridica non vincolante e il meccanismo di certificazione di cui al CBS, che sottende requisiti più stringenti e controlli più pervasivi, nonché tra tali strumenti privati e le eventuali regolamentazioni di *hard-law* a livello nazionale o regionale.

Sul punto, giova infine sottolineare come la portata universale dello EU GBS si pone in aperta e dichiarata competizione rispetto sia agli *standard* ICMA, sia agli *standard* ASEAN, sia al CBS, volendo porsi come *gold standard* internazionale ad applicazione volontaria, ma giuridicamente vincolante, attuato tramite specifici poteri di supervisione e controllo su enti emittenti ed *external reviewers* svolti da pubbliche autorità nazionali ed europee.

§ 5. L'emersione dell'ICMA come *international standard-setter body* e la rilevanza dei relativi *standard* nel contesto del diritto internazionale economico e finanziario, in specie del sistema GATS.

Analizzate le caratteristiche e le forme dei regimi di *private governance*, in generale e con riferimento al mercato in esame, occorre concentrarsi sull'analisi dell'attività di “*standard-setting*” svolta dall'ICMA, che ha acquisito rilevanza centrale quale strumento di regolamentazione e *governance* dell'intero mercato degli strumenti di debito sostenibile, e sulla collocazione dei relativi *standard* nel quadro del diritto internazionale dell'economia, con specifico riferimento al regime GATS.

In genere, con il termine *standard-setting* si identifica l'attività di produzione normativa che consiste nell'elaborazione di *standard*⁷⁹. Non esiste, tuttavia, una definizione

⁷⁹ Sul punto, cfr.: K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International “standards” and international governance*, 2001, cit.; J. MORRISON, N. ROHT-ARRIAZA, *Private and Quasi-Private Standard Setting*, in D. BODANSKY, J. BRUNNÉE,

propriamente internazionale di *standard*. Si tratta, infatti, di atti normativi che non sono riconducibili al quadro tipico delle fonti dell'ordinamento internazionale e che presentano rilevanti differenze anche con la *soft-law* internazionale⁸⁰. Nonostante gli *standard* godano di un'ampissima diffusione nello scenario internazionale, soprattutto come strumento per disciplinare la condotta degli attori non statali in ambito economico, essi assumono rilevanza giuridica, come fonti normative entro il perimetro del diritto internazionale propriamente inteso, solo laddove siano espressamente richiamati da apposite disposizioni di natura convenzionale; diversamente, rimangono formalmente estranei all'ordinamento.

In tale generale contesto, gli *standard* trovano esplicito riconoscimento, nell'ambito del diritto del commercio internazionale, entro il sistema WTO/OMC, soprattutto nei trattati ad esso allegati TBT (*Technical Barriers to Trade*) e SPS (*Sanitary and Phytosanitary Measures*)⁸¹. In particolare, il trattato TBT, che disciplina le barriere tecniche al commercio internazionale di merci nella prospettiva di promuovere la liberalizzazione degli scambi commerciali, riconosce espressamente l'importanza degli "*international standards*" per migliorare l'efficienza della produzione e facilitare il commercio internazionale e ne

E. HEY (eds), *The Oxford Handbook of International Environmental Law*, Oxford, 2007, pp. 498-527; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The Governance Triangle*, 2009, cit.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *Strengthening International Regulation through Transnational New Governance: Overcoming the Orchestration Deficit*, 2009, cit.; F. JÜRGEN, *Environment, Private Standard-Setting*, 2009, cit.; A. PETERS, L. KOECHLIN, T. FÖRSTER (eds.), *Non-State Actors as Standard Setters*, Cambridge, 2010; T. BÜTHE, W. MATTLI, *International standards and standard-setting bodies*, in D. COEN, G. WYN, W. GRAHAM (eds.) *The Oxford Handbook of Business and Government*, Oxford, 2010; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, 2011, cit.; F. CAFAGGI, *Transnational Private Regulation and the Production of Global Public Goods and Private "Bads"*, 2012, cit.; T.M. ROBERTS, *The Rise of Rule Four Institutions: Voluntary Standards, Certification and Labeling Systems*, 2014, cit.; B. KINGSBURY, *Global Hybrid and Private Governance: Standard-Setting, Market Regulation, and Institutional Design*, 2020, cit.

⁸⁰ La qualificazione degli *standard* internazionali come *soft-law* è controversa e discussa in letteratura. Al riguardo, si aderisce all'impostazione secondo cui *soft-law* e *standard*, pur a fronte di caratteristiche comuni, scaturenti dalla mancanza di per sé di efficacia giuridica vincolante, presentano significative differenze, segnatamente: (i) il carattere vago e impreciso della *soft-law* contro la precisione e la chiarezza degli *standard*; (ii) il linguaggio scarsamente prescrittivo e non vincolante della *soft-law* contro il linguaggio propriamente prescrittivo e vincolante degli *standard*; (iii) il diverso grado di *enforcement* che caratterizza gli strumenti di *soft-law* rispetto agli *standard*, per i quali esistono sovente specifici meccanismi per la verifica e il monitoraggio della *compliance*; (iv) la natura prettamente pubblicistica degli strumenti di *soft-law* contro la natura privatistica o ibrida della maggior parte degli *standard-setter bodies*. Un'ulteriore, fondamentale differenza riguarda la rilevanza giuridica degli *standard* nel quadro del diritto del commercio internazionale di cui *infra*. In merito alle caratteristiche e alle differenze tra *standard* e *soft-law*, cfr. in particolare A. BARRIOS VILLARREAL, *International Standards as Part of International Law*, in ID., *International Standardization and the Agreement on Technical Barriers to Trade*, Cambridge, 2018, pp. 58-77; *contra*, a favore della riconducibilità degli *standard* alla categoria della *soft-law* internazionale, cfr. C. CHINKIN, *Normative Development in the International Legal System*, e N. ROTH-ARRIAZA, *'Soft Law' in a 'Hybrid' Organization: The International Organization for Standardization* in D. SHELTON (ed.), *Commitment and Compliance: The Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000.

⁸¹ Cfr. Technical Barriers to Trade Agreement. Il trattato non si applica al commercio di servizi.

incoraggia lo sviluppo⁸². Nel trattato, gli “*standard*” sono definiti come “*document approved by a recognized body that provides, for common and repeated use, rules, guidelines or characteristics for products or related process and production methods, with which compliance is not mandatory. It may also include or deal exclusively with terminology, symbols, packaging, marking or labeling requirements as they apply to a product, process or production method*” (cfr. TBT, Annex I, art. 2)⁸³. La loro rilevanza giuridica è duplice: da un lato, qualora uno Stato intenda promuovere una “*technical regulation*” relativa a determinati prodotti, processi o metodi di produzione, *deve* basare detta regolamentazione sugli “*international standards*” (o una parte di essi), sempre se esistenti e salvo specifiche eccezioni (cfr. TBT, art. 2.4); dall’altro lato, e in maniera complementare, qualora uno Stato abbia adottato una regolamentazione tecnica basandosi sugli *standard* internazionali esistenti, la stessa si presume che non costituisca un ostacolo non necessario al commercio (cfr. TBT, art. 2.5)⁸⁴. A tal fine, gli *standard*, la cui caratteristica distintiva, rispetto alle citate regolamentazioni tecniche, consiste esclusivamente nella loro efficacia non vincolante⁸⁵, devono essere “*approved by a recognized body*” ai sensi del trattato, che può consistere sia in un’organizzazione governativa, che in un’organizzazione non governativa “*whose membership is open to the relevant bodies of at least all Members*” (cfr. TBT, Annex I, art. 4)⁸⁶. Inoltre, il TBT prevede, altresì, l’obbligo degli Stati membri “*to fully participate*”, nei limiti delle rispettive risorse, alla preparazione, da parte di appositi “*international standardizing body*”, dei citati *standard* internazionali rispetto a prodotti per i quali hanno

⁸² Cfr. TBT, Preambolo: “*Recognizing the important contribution that international standards and conformity assessment systems can make in this regard by improving efficiency of production and facilitating the conduct of international trade; Desiring therefore to encourage the development of such international standards and conformity assessment systems*”.

⁸³ Cfr. TBT, Annex 1, art. 2. Con la precisazione che: “*Standards prepared by the international standardization community are based on consensus. This Agreement covers also documents that are not based on consensus*” (Ivi).

⁸⁴ Cfr. TBT, art. 2.4: “*Where technical regulations are required and relevant international standards exist or their completion is imminent, Members shall use them, or the relevant parts of them, as a basis for their technical regulations except when such international standards or relevant parts would be an ineffective or inappropriate means for the fulfilment of the legitimate objectives pursued, for instance because of fundamental climatic or geographical factors or fundamental technological problems*” e art. 2.5 “*A Member preparing, adopting or applying a technical regulation which may have a significant effect on trade of other Members shall, upon the request of another Member, explain the justification for that technical regulation in terms of the provisions of paragraphs 2 to 4. Whenever a technical regulation is prepared, adopted or applied for one of the legitimate objectives explicitly mentioned in paragraph 2, and is in accordance with relevant international standards, it shall be rebuttably presumed not to create an unnecessary obstacle to international trade*”.

⁸⁵ Cfr. TBT, Annex 1.

⁸⁶ Cfr. TBT, Annex 1, artt. 2 e 4.

adottato, o prevedono di adottare, le menzionate regolamentazioni tecniche (cfr. TBT, art. 2.6)⁸⁷.

Nel contesto del TBT, dunque, gli “*international standard*” assumono una precisa rilevanza giuridica quali fonti normative che incidono in maniera significativa sul *right to regulate* degli Stati, limitandone l’esercizio con l’obiettivo di promuovere l’eliminazione delle barriere tecnico-regolatorie allo scambio internazionale di merci e, consequenzialmente, l’armonizzazione internazionale delle relative discipline; a tale processo di *standard-setting* internazionale, oltretutto, gli Stati devono contribuire attivamente, attraverso la partecipazione ai citati “*international standardizing body*”.

Vista la capacità di tali soggetti e dei relativi atti di condizionare l’esercizio dei poteri regolatori degli Stati membri in un settore assai rilevante come il commercio internazionale, occorre soffermarsi più diffusamente sulle disposizioni del menzionato trattato. Sul punto, occorre, innanzitutto, precisare che il trattato non offre una precisa definizione né di “*international standards*”, né di “*international standardizing body*”, ma si limita a definire cosa si intende genericamente per “*standard*” (cfr. TBT, Annex I, art. 2) e per “*international body*” (cfr. TBT, Annex I, art. 4)⁸⁸, senza soffermarsi, nel primo caso, sul significato dell’aggettivo internazionale associato agli *standard* presi in considerazione dal TBT e, nel secondo caso, sui requisiti che devono soddisfare i menzionati “*international bodies*” per essere considerati come “*international standardizing bodies*” ai sensi del trattato. La questione definitoria sottende un problema interpretativo di non poco momento, relativo a quali siano le condizioni sostanziali e procedurali necessarie affinché regolamentazioni formatesi *aliunde* rispetto all’ordinamento giuridico-economico internazionale siano ritenute idonee a limitare i poteri normativi degli Stati e determinare l’illegittimità delle regolamentazioni tecniche dagli stessi eventualmente emanate, a titolo di ostacoli non tariffari al commercio internazionale.

Nel merito della questione, anche la giurisprudenza del WTO (casi *EC-Sardines* e *US-Tuna II*)⁸⁹, che ha cercato di specificare tali definizioni e discipline, è stata soggetta a varie

⁸⁷ Cfr. TBT, art. 2.6: “*With a view to harmonizing technical regulations on as wide a basis as possible, Members shall play a full part, within the limits of their resources, in the preparation by appropriate international standardizing bodies of international standards for products for which they either have adopted, or expect to adopt, technical regulations*”.

⁸⁸ Cfr. TBT, Annex 1, artt. 2 e 4.

⁸⁹ ORGANO DI APPELLO DELL’ORGANIZZAZIONE MONDIALE DEL COMMERCIO, *European Communities – Trade Description of Sardines* (EC–Sardines), WT/DS231/R, Panel Report, 26 Settembre 2002 e Appellate Body Report, 23 Ottobre 2002; ID., *United States – Measures Concerning the Importation, Marketing and Sale of Tuna and Tuna Products* (US–Tuna II), WT/DS381, Panel Report, 15 Settembre 2011 e Appellate Body Report, 13 Giugno 2012.

critiche, riguardanti proprio la non esaustività dei chiarimenti e delle interpretazioni fornite rispetto ai citati problemi definitivi⁹⁰. Nello specifico, in *EC-Sardines*, il Panel dell'OMC ha ritenuto che lo *status* di “*international standard*” derivasse unicamente dalla riconducibilità di un atto qualificabile come *standard* ai sensi dell'art. 2, Annex I, TBT sopra citato ad un soggetto qualificabile come “*international body*” ai sensi del medesimo trattato, la cui attività di *standard-setting* fosse “riconosciuta” a livello internazionale e la cui *membership* risultasse “aperta a tutti gli Stati membri”, come disposto, rispettivamente, dagli artt. 2 e 4 del citato Annex I⁹¹. In *US-Tuna II*, invece, l'Organo di Appello ha specificato, con riferimento ai principi di trasparenza, imparzialità, consenso ed effettività, che “*there may be additional procedural conditions that have to be met for a standard to be considered 'international' for the TBT Agreement*”⁹²; tuttavia, a fronte di tale assai significativa considerazione, non ha individuato il metodo attraverso il quale sottoporre gli *standard* rilevanti alla verifica di tali ulteriori, ma non meglio precisati, requisiti⁹³. Di conseguenza, resta tuttora aperto il duplice problema definitorio sopra identificato e la connessa questione di quali siano i requisiti sostanziali e procedurali che gli *standard* internazionali (e i relativi *bodies*) devono presentare, affinché le relative disposizioni possano incidere sul *right to regulate* degli Stati.

Ad ogni modo, il TBT si applica solo allo scambio internazionale di merci, che trova la sua disciplina fondamentale nel trattato GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade*), e non anche a quello dei servizi, che sono invece specificamente disciplinati dal trattato GATS (*General Agreement on Trade in Services*), e, per quanto riguarda in specie i servizi finanziari, dal relativo Allegato sui servizi finanziari (*Annex on financial services*). Con riferimento al mercato del debito sostenibile, trovano applicazione il trattato e l'allegato da ultimo citati⁹⁴. Nell'ambito di tali discipline, non si rinvencono analoghe disposizioni a

⁹⁰ Sul punto, cfr. tra gli altri A. BARRIOS VILLARREAL, *International Standardization and the Agreement on Technical Barriers to Trade*, cit.; nonché H. SCHEPEL, *Rules of Recognition. A Legal Constructivist Approach to Transnational Private Regulation*, in H.M. WATT, D.P. FERNANDEZ ARROYO (eds.), *Private International Law and Global Governance*, Oxford, 2014.

⁹¹ In *EC-Sardines*, il Panel ha, infatti, basato la sua decisione sull'assunto per cui “*international standards are standards that are developed by international bodies*” (cfr. *EC-Sardines*, Panel Report, cit., par. 7.63).

⁹² Cfr. *US-Tuna II*, Appellate Body Report, cit., par. 3.53.

⁹³ Per un critica a tale giurisprudenza cfr. BARRIOS VILLARREAL, *International Standardization and the Agreement on Technical Barriers to Trade*, cit.; nonché H. SCHEPEL, *Rules of Recognition. A Legal Constructivist Approach to Transnational Private Regulation*, in H.M. WATT, D.P. FERNANDEZ ARROYO (eds.), *Private International Law and Global Governance*, Oxford, 2014.

⁹⁴ Non c'è dubbio, infatti, che uno strumento di debito sostenibile, sia esso un *bond* o un *loan*, sia qualificabile come servizio ai sensi del GATS (laddove l'art. I.3, lett. (b) specifica che “*services*” includes any service in any sector except services supplied in the exercise of governmental authority”) e come servizio finanziario ai sensi del relativo Allegato, secondo cui “*A financial service is any service of a financial nature offered by a*

quelle del TBT: nel GATS, infatti, il termine “*international standards*” compare solo in due disposizioni (artt. VI.5 e VII.5) e non è oggetto di alcuna definizione. La prima disposizione si riferisce all’obbligo degli Stati di astenersi dall’imporre a soggetti stranieri, che intendano stabilirsi nei rispettivi territori, il rispetto di requisiti per la concessione di licenze o autorizzazioni o norme tecniche in violazione dei principi di trasparenza e di proporzionalità stabiliti dal trattato; in tale contesto, la norma prevede che gli “*standard internazionali*” emessi dagli “*international bodies whose membership is open to the relevant bodies of at least all Members of the WTO*” saranno “*presi in considerazione*” (“*account shall be taken*”) per verificare la legittimità degli interventi normativi degli Stati⁹⁵. La seconda disposizione, invece, stabilisce che “*In appropriate cases, Members shall work in cooperation with relevant intergovernmental and non-governmental organizations towards the establishment and adoption of common international standards and criteria for recognition and common international standards for the practice of relevant services trades and professions*”⁹⁶.

Si tratta, dunque, in entrambi i casi di disposizioni che non limitano i poteri normativi degli Stati, come invece avviene nell’ambito del TBT. La diversità della disciplina del commercio internazionale di merci e di servizi, in specie quelli finanziari, su tale punto si spiega in termini essenzialmente politici: in generale, gli Stati, soprattutto quelli ad economia finanziaria avanzata, non vogliono vedersi limitate le proprie prerogative sovrane rispetto ad un settore strategico come quello dei servizi finanziari.

Sempre in materia di servizi finanziari, inoltre, la dottrina suole distinguere tra *standard* tecnici e *standard* regolatori⁹⁷. La prima categoria si riferisce alla prassi di regolatori finanziari e attori economici di disciplinare ovvero strutturare i propri servizi conformemente a criteri e regole specifiche, elaborate da vari attori a livello internazionale, come ad esempio l’International International Organization for Standardization (ISO), che

financial service supplier of a Member. Financial services include all insurance and insurance-related services, and all banking and other financial services” (cfr. art. 5).

⁹⁵ Cfr. GATS, art. VI.5: “(a) *In sectors in which a Member has undertaken specific commitments, pending the entry into force of disciplines developed in these sectors pursuant to paragraph 4, the Member shall not apply licensing and qualification requirements and technical standards that nullify or impair such specific commitments in a manner which: (i) does not comply with the criteria outlined in subparagraphs 4 (a), (b) or (c); and (ii) could not reasonably have been expected of that Member at the time the specific commitments in those sectors were made. (b) In determining whether a Member is in conformity with the obligation under paragraph 5(a), account shall be taken of international standards of relevant international organizations applied by that Member*”.

⁹⁶ Cfr. GATS, art. VII.5.

⁹⁷ Cfr. sul punto J.A. MARCHETTI, *Technical standard-setting in the financial sector*, in P. Delimatsis (ed.) *The Law, Economics and Politics of International Standardisation*, Cambridge, 2015, pp. 137-159.

dettagliano le caratteristiche di determinati servizi e le modalità della loro prestazione⁹⁸. La seconda categoria si riferisce, invece, alla prassi dei regolatori finanziari di utilizzare il termine con riferimento a principi e regole di condotta in materia di regolamentazione e supervisione finanziaria elaborate da attori come il Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), il Financial Stability Board (FSB), l'International Association of Insurance Supervision (IAIS) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), i cui atti normativi non trovano espresso e formale riconoscimento nel quadro del diritto internazionale economico e finanziario, in quanto non si tratta né di Organizzazioni internazionali, né i loro atti sono recepiti in trattati internazionali, ma risultano comunque determinanti come strumenti di *governance* internazionale dei fenomeni finanziari, in quanto orientano l'attività regolatoria di Stati e regolatori finanziari in tutto il Mondo⁹⁹.

Ferme le disposizioni del TBT (e del SPS), dunque, gli *standard* si configurano come fonti normative atipiche che non appartengono al diritto internazionale tradizionale, ma sono oggetto di studi e approfondimenti nel più ampio contesto del diritto internazionale contemporaneo e del diritto transnazionale. In generale, quindi, sempre al di fuori del contesto TBT e SPS, la nozione di “*standard internazionale*” non assume una specifica connotazione tecnico-giuridica con riferimento all'ordinamento internazionale finanziario. Manca, infatti, la più volte menzionata norma di riconoscimento.

Nella descritta situazione, vari Autori hanno proposto una definizione di *standard*, volta ad identificare le caratteristiche generali e comuni di tali fonti normative¹⁰⁰. ABBOT e SNIDAL, ad esempio, li definiscono come “*a guide for behavior and for judging behavior*” dall'efficacia non vincolante¹⁰¹. Generalizzando le considerazioni sopra esposte, inclusa la definizione offerta dal TBT, si ritiene corretto definire gli *standard* come atti dal contenuto propriamente normativo, ma dall'efficacia giuridica di per sé non vincolante, che possono

⁹⁸ Cfr. J.A. MARCHETTI, *Technical standard-setting in the financial sector*, cit., p. 140: “‘technical standards’ could be understood as criteria or rules specifying the characteristics of the service (e.g. the format of financial reports), as well as the manner in which it should be performed (e.g. the way in which an audit must be performed, including the checks that must be performed, the way work should be documented, andsoon). Technical standards have also been described as ‘requirements which may apply both to the characteristics or definition of the service itself and to the manner in which it is performed’. It has been argued that the distinction made between the ‘characteristics of a service’ and the ‘manner in which it is performed’ is akin to that made in the Technical Barriers to Trade (TBT) Agreement between ‘product characteristics’ and ‘related processes and production methods’.”

⁹⁹ Cfr. J.A. MARCHETTI, *Technical standard-setting in the financial sector*, cit., pp. 127-138: “regulatory authorities in the financial services sector often use the term ‘standards’ and ‘international standards’ to designate principles and rules of financial regulation and supervision”.

¹⁰⁰ Cfr. F. JÜRGEN, *Environment, Private Standard-Setting*, cit.; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.

¹⁰¹ Cfr. K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International “standards” and international governance*, cit., p. 345.

contenere definizioni, linee-guida e in generale regole di condotta, con diverso grado di specificità e astrazione, che disciplinano le caratteristiche di determinati prodotti o servizi o i relativi processi e metodi di produzione o di prestazione, la cui applicazione, in mancanza di normative interne o internazionali che li rendano giuridicamente vincolanti, è supportata da meccanismi di mercato, basati su incentivi derivanti da concorrenza, trasparenza, efficienza e reputazione, così svolgendo una funzione di fatto regolatoria assai significativa nella *governance* internazionale, transnazionale e nazionale dei fenomeni economici.

Nella prassi, gli *standard* sono elaborati sia da soggetti pubblici, sia da attori privati, che possono agire spontaneamente, autolegittimandosi sulla base del principio generale dell'autonomia privata, oppure su mandato di Stati e regolatori pubblici, sia, ancora, da soggetti ibridi costituiti nell'ambito di *public-private partnership*¹⁰². In ogni caso, pur trattandosi di norme di per sé volontarie, gli *standard* possono prevedere, per chi intenda applicarli, appositi meccanismi per il controllo della *compliance* e l'*enforcement* delle regole, in base alle scelte strategiche effettuate da ciascuno *standard-setter body*¹⁰³. Può, infatti, accadere che lo *standard* attribuisca ai soggetti regolati l'onere di dimostrarne la corretta applicazione, indicando gli strumenti a tal fine esperibili. Come visto, uno *standard* è qualificabile come schema di certificazione se stabilisce specifiche procedure di verifica e controllo funzionali al rilascio di un certificato da parte del medesimo *standard-setter*.

Ma, gli *standard* possono anche stabilire determinate procedure di verifica e controllo, disciplinandone taluni aspetti, senza, tuttavia, svolgere alcuna attività di supervisione sulle stesse. Con riferimento agli *standard* privati, il ricorso a tali procedure può peraltro configurarsi, ferma la loro natura volontaria, come obbligo oppure come mera raccomandazione. Nel primo caso, il soggetto regolato non può limitarsi a dichiarare di applicare lo *standard*, ma deve, altresì, avvalersi degli specifici strumenti richiesti per dimostrare la propria *compliance*, a pena di essere considerato inadempiente dalle rispettive controparti contrattuali. Nel secondo caso, invece, il soggetto regolato è destinatario di una semplice raccomandazione, per cui la mancata sottoposizione alle procedure di verifica descritte è del tutto legittimo e non dà origine ad inadempimento¹⁰⁴.

Potenzialmente, dunque, lo *standard-setting*, anche se svolto da attori privati, può avere ad oggetto tutte le funzioni normative, amministrative e regolatorie della

¹⁰² F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.

¹⁰³ Cfr. F. JÜRGEN, *Environment, Private Standard-Setting*, cit.; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International "standards" and international governance*, cit.

¹⁰⁴ Come avviene nel caso degli *standard* ICMA rispetto alla raccomandazione di sottoporsi ad *external review*.

regolamentazione pubblica: non solo la produzione di norme di natura sostanziale, ma anche la verifica, il monitoraggio e l'*enforcement* delle regole¹⁰⁵. In tal caso, dunque, le iniziative di *private governance* che adottano lo schema dello *standard-setting* possono dare vita ad autonomi sistemi normativi, di rilevanza transnazionale, trattandosi di un insieme di norme e principi che consentono di disciplinare tanto gli aspetti sostanziali, quanto gli aspetti procedurali del fenomeno regolato, incluso l'accertamento e l'esecuzione delle regole di condotta previste.

Venendo al caso concreto, è possibile concludere che l'attività dell'ICMA si configura a tutti gli effetti come attività di *standard-setting* privata, ma di rilevanza propriamente internazionale, che ha ad oggetto sia la produzione di regole di condotta di natura sostanziale (le *four o five components*), che peraltro i relativi *standard* qualificano come obbligatoria, sia la produzione di regole di natura procedurale, che presiedono alla verifica e al controllo sulla corretta applicazione delle prime. Secondo la definizione di *standard* sopra proposta, anche le *Guidelines*, come gli altri documenti ICMA che offrono definizioni e tassonomie e promuovono l'uniformazione dei metodi di *review* e di *reporting* sono qualificabili come *standard*¹⁰⁶. Nel loro complesso, tali documenti possono essere correttamente qualificati come "*standard internazionali*" nel senso tecnico sopra precisato.

Infine, è possibile collocare gli *standard* ICMA a metà strada tra *standard* tecnici e *standard* regolatori. Rispetto alla prima categoria, infatti, gli *standard* ICMA condividono la finalità di uniformare e disciplinare la condotta di tutti gli attori che intendano prestare i servizi finanziari da essi disciplinati, inclusi l'*external review*; rispetto alla seconda categoria, invece, essi condividono la finalità di orientare l'attività normativa di Stati e regolatori finanziari, stabilendo requisiti essenziali per i vari strumenti di debito sostenibile, in assenza dei quali questi ultimi non potrebbero qualificarsi tali, e promuovendo le *best practice* di settore.

La formale esclusione di tali atti normativi dall'ordinamento internazionale, in specie dal regime GATS, non esaurisce l'indagine sul sistema normativo che trova in essi

¹⁰⁵ Cfr. K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The Governance Triangle: Regulatory Standards Institutions and the Shadow of the State*, cit.; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *International "standards" and international governance*, cit.; L. KARL-HEINZ, *Theory of Governance*, cit.; L.A. KORNHAUSER, *Governance Structures, Legal Systems, and the Concept of Law*, cit.; B. KINGSBURY, *Global Hybrid and Private Governance: Standard-Setting, Market Regulation, and Institutional Design*, cit.; P. ZUMBANSEN, *The Ins and Outs of Transnational Private Regulatory Governance: Legitimacy, Accountability, Effectiveness and a New Concept of "Context"*, cit.; P. ZUMBANSEN, *Transnational Private Regulatory Governance: Ambiguities of Public Authority and Private Power*, cit.; G. SHAFFER, *Transnational legal process and state change*, cit.; F. CAFAGGI, A. RENDA, *Public and Private Regulation*, cit.

¹⁰⁶ Cfr. al riguardo l'Appendice III, punto I.

fondamento. A tal fine, occorre introdurre il concetto di *transnational private regulation*, che consentirà di ricostruire il predetto sistema, oltre l'analisi delle fonti, e di tentare di darne idonea collocazione sistematica nel contesto del diritto internazionale della finanza.

§ 6. Il concetto di *transnational private regulation* e la sua rilevanza nel quadro dell'ordinamento internazionale.

Il concetto di *transnational private regulation* rappresenta lo strumento ermeneutico necessario per ricostruire i sistemi normativi creati nell'ambito dei regimi di *governance* privata, integrando l'analisi delle fonti con l'analisi della prassi attraverso una lettura in chiave funzionalista avente ad oggetto le modalità con cui le funzioni di produzione, accertamento ed esecuzione sono di fatto esercitate all'interno di un dato sistema sociale o mercato. Il concetto è stato teorizzato grazie al contributo di numerosi studiosi, che, partendo dall'osservazione che nella società globale il potere normativo non è più appannaggio esclusivo degli Stati, hanno elaborato cornici teoriche e strumenti analitici funzionali a ricondurre tali fenomeni nell'alveo dello studio del diritto internazionale¹⁰⁷.

In generale, i regimi di *transnational private regulation* sono stati definiti come “*a new body of rules, practices, and processes, created primarily by private actors, firms, NGOs, independent experts like technical standards setters and epistemic communities, either exercising autonomous regulatory power or implementing delegated power, conferred*

¹⁰⁷ Sul concetto di *transnational private regulation* cfr.: T. BARTLEY, *Institutional emergence in an era of globalization: The rise of transnational private regulation of labor and environmental conditions*, cit.; D. VOGEL, *Private global business regulation*, in *Annual Review of Political Science*, 11, 2007; K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The governance triangle: Regulatory standards institutions and the shadow of the state*, 2009, cit.; ID., *Strengthening international regulation through transmittal new governance: overcoming the orchestration deficit*, 2009, cit.; T. BARTLEY, *Transnational governance as the layering of rules: Intersections of public and private standards*, in *Theoretical inquiries in law*, 12(2), 2011; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, 2011, cit.; C. SCOTT, F. CAFAGGI, L. SENDEN, *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*, 2011, cit.; D. CURTIN, L. SENDEN, *Public accountability of transnational private regulation: chimera or reality?*, 2011, cit.; F. CAFAGGI, *Transnational private regulation and the production of global public goods and private 'bads'*, 2012, cit.; F. CAFAGGI, *Introduction: The transformation of transnational private regulation: Enforcement gaps and governance design*, in ID. (ed.), *The Enforcement of Transnational Regulation*, 2013, cit.; S. CASSESE, E. D'ALTERIO, M. DE BELLIS, *Enforcement of Transnational Private Regulation: A Fictitious Oxymoron*, in F. CAFAGGI (ed.), *Enforcement of Transnational Regulation*, cit.; P. VERBRUGGEN, *Gorillas in the closet? Public and private actors in the enforcement of transnational private regulation*, 2013, cit.; F. CAFAGGI, *A comparative analysis of transnational private regulation: legitimacy, quality, effectiveness and enforcement*, 2014, cit.; L.K. MCALLISTER, *Harnessing private regulation*, in *Michigan Journal of Environmental & Administrative Law*, 3(2), 2014; M.W. SCHELTEMA, *Assessing effectiveness of international private regulation in the CSR arena*, in *Richmond Journal of Global Law & Business*, 13, 2014; F. CAFAGGI, *The Many Features of Transnational Private Rule-Making: Unexplored Relationships Between Leges Mercatoriae and Leges Regulatoriae*, 2014, cit.

by international law or by national legislation”¹⁰⁸. Nella maggior parte dei casi, i regimi di *transnational private regulation* consistono in *standard* volontari di settore il cui scopo è affrontare sia i *market failures* che i *governance failures*, in particolare quelli riguardanti le attività economiche transfrontaliere¹⁰⁹.

Per tale ragione, lo scopo e la portata della *transnational private regulation* hanno natura eminentemente regolatoria e normativa, poiché le regole dettate da tali “regolatori” hanno la funzione di orientare la condotta dei soggetti regolati al fine di tutelare interessi di specifici terzi beneficiari o addirittura interessi pubblici¹¹⁰. I sistemi normativi che presentano tali caratteristiche, infatti, si distinguono dalle mere forme di autoregolamentazione privata, in cui vengono perseguiti non interessi pubblici o di terzi beneficiari, ma esclusivamente interessi ‘di club’, comuni ai partecipanti, che assumono sia la qualità di soggetti regolati che di beneficiari¹¹¹. Grazie alla possibilità di regolare tramite strumenti privati fenomeni transfrontalieri a tutela di determinati interessi di natura pubblicistica, la *transnational private regulation* si è imposto nello scenario internazionale come uno strumento chiave di *private governance* per disciplinare la condotta delle imprese transnazionali in molti settori, inclusi i diritti umani, le condizioni di lavoro, la protezione dell’ambiente, la responsabilità sociale delle imprese e la finanza, nonché per progettare nuovi mercati e prodotti¹¹².

Il fenomeno della *transnational private regulation* si caratterizza, dunque, per lo svolgimento di una tipica funzione di regolamentazione pubblica¹¹³. Secondo tale

¹⁰⁸ Cfr. F. CAFAGGI, *Transnational private regulation and the production of global public goods and private ‘bads’*, cit., p. 697. Cfr. anche F. CAFAGGI, *Introduction: The transformation of transnational private regulation*, cit.; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.; C. SCOTT, F. CAFAGGI, L. SENDEN, *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*.

¹⁰⁹ *Ivi*, pp. 20-21.

¹¹⁰ Cfr. F. CAFAGGI, *Transnational private regulation and the production of global public goods and private ‘bads’*, cit., p. 697.

¹¹¹ Cfr. su tutti F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit. e ID., *Transnational private regulation and the production of global public goods and private ‘bads’*, cit.

¹¹² Cfr. ancora F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.; ID., *Transnational private regulation and the production of global public goods and private ‘bads’*, cit.; ID., *Introduction: The transformation of transnational private regulation*, cit.; ID., *The Many Features of Transnational Private Rule-Making*, cit.

¹¹³ Cfr. D. VOGEL, *Private global business regulation*, cit.; F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit.; M.W. SCHELTEMA, *Assessing effectiveness of international private regulation*, cit. Sul punto, cfr. inoltre: K. ABBOTT, D. SNIDAL, *The governance triangle*, cit., p. 507, secondo cui la natura di tali *standard* volontari è eminentemente regolatoria, in quanto il loro scopo e la loro funzione è quella di fornire regole in “situations that reflect “prisoner’s dilemma” externality incentives (the normal realm of regulation), rather than coordination network externality incentives”. Secondo F. CAFAGGI, *Transnational private regulation and the production of global public goods*, cit., p. 3, gli *standard* hanno natura regolatoria “since they seek to address both market and governmental failures”. Cfr. anche: F. CAFAGGI, *New Foundations of Transnational Private Regulation*, cit. e ID., *Transnational private regulation and the production of global*

ricostruzione teorica, dunque, gli strumenti di *transnational private regulation* andrebbero considerati come strumenti regolatori e normativi anche in assenza di formale riconoscimento da parte degli ordinamenti interni o internazionali, in quanto produttivi di vere e proprie norme giuridiche a tutela di interessi e beni di natura pubblicistica, assumendo rilevanza ben al di là del perimetro dell'autonomia privata, a cui, in mancanza di una norma internazionale di riconoscimento, risulterebbero irrimediabilmente confinati.

Tra gli studiosi di diritto internazionale, tuttavia, il concetto di *transnational private regulation* è molto controverso sotto molteplici punti di vista. Infatti, abbraccia una concezione più ampia del fenomeno della “regolamentazione”, che supera la sua tradizionale natura stato-centrica e lo schema del comando-e-controllo e include anche forme di regolamentazione privata di fonte non statale, che la maggioranza della dottrina considera tuttora estranee sia al concetto di “law” che a quello di “regulation”¹¹⁴. Proprio per tale ragione, peraltro, è stato scelto l'aggettivo “transnazionale”, piuttosto che “internazionale”, per evidenziare come tali fenomeni, pur producendo effetti giuridici a livello transfrontaliero, si collocano al di fuori dell'ordinamento internazionale pubblico¹¹⁵. Inoltre, anche l'attributo “privato”, scelto per denominare il fenomeno in esame, non è riconducibile alla tradizionale e netta distinzione tra pubblico e privato, alla base dell'ordinamento internazionale pubblico: in primo luogo, infatti, la *transnational private regulation* comprende una pluralità di modelli di *governance*, in cui i regolatori possono anche essere soggetti ibridi, che includono soggetti pubblici in qualità di *stakeholder* o di osservatori; in secondo luogo, il settore pubblico può interagire con i regimi di *transnational private regulation* in una pluralità di modi, che includono il supporto informale, la regolamentazione collaborativa, il coordinamento, la delega e l'inclusione¹¹⁶.

Seppur controverso, il concetto di *transnational private regulation* aiuta a comprendere e valorizzare, nel contesto internazionale, la funzione eminentemente regolatoria che possono assumere taluni strumenti giuridici privati; secondo una prospettiva giuridica aperta e pluralista, la *transnational private regulation* dovrebbe considerarsi come una forma di regolamentazione che appartiene al diritto internazionale, quanto meno dal

public good, cit.; L.K. McALLISTER, *Harnessing private regulation*, cit.; C. SCOTT, F. CAFAGGI, L. SENDEN, *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*, cit.

¹¹⁴ Cfr. in particolare C. SCOTT, F. CAFAGGI, L. SENDEN, *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*, cit.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ *Ibidem*.

punto di vista sostanziale, soprattutto quando consente il perseguimento di beni pubblici globali, come quelli relativi allo Sviluppo sostenibile.

In questo contesto, gli *standard* emessi dall'ICMA possono essere qualificati come fenomeni di *transnational private regulation*. Infatti, questi ultimi: (i) hanno rilevanza transnazionale/internazionale/globale; (ii) sono redatti da attori privati; (iii) perseguono obiettivi regolatori, poiché mirano a promuovere l'integrità e la trasparenza del mercato nell'interesse degli investitori e dell'intera collettività; (iv) fanno affidamento su altri attori privati per monitorare e far rispettare la *compliance*; (v) interagiscono in vario modo con i regimi di *public governance* dei mercati locali, spesso integrandosi pienamente con essi. A tutti gli effetti, dunque, tali *standard* si rivelano in grado di regolare adeguatamente il mercato globale del debito sostenibile, nell'esistente vuoto di regolamentazione pubblica internazionale e, nella maggior parte di casi, nazionale.

Considerare gli *standard* dell'ICMA come strumenti di *transnational private regulation* ha notevoli implicazioni teoriche e pratiche, poiché consente di impostare il dibattito sul mercato globale del debito sostenibile non solo in termini di “*governance*”, ma, più precisamente, in termini di vera e propria “regolamentazione”. Questo cambio di paradigma permette, infatti, di ricostruire la struttura normativa del mercato come insieme di principi, regole e prassi, provenienti da varie fonti, che nel loro complesso disciplinano il comportamento dei partecipanti al mercato, in particolare enti emittenti e prestatori di *external review*.

Al fine di ricostruire tale emergente sistema normativo, occorre indagare su come le funzioni di “*standard-setting*” (produzione), “*compliance monitoring*” (accertamento e supervisione) ed “*enforcement*” (esecuzione), comunemente utilizzate per l'analisi dei sistemi di *transnational private regulation*, vengono esercitate in concreto dai vari attori coinvolti nella *governance* del mercato ai diversi livelli di quest'ultima.

Quanto alla funzione di “*standard-setting*”, vale a dire la produzione di regole di condotta generali ed astratte, occorre fare riferimento, come detto, all'attività normativa dell'ICMA, che fornisce una disciplina di settore valida per l'intero mercato internazionale, a cui tendono ad allinearsi, come visto, tanto gli altri *standard* privati, quanto gli ordinamenti interni e i singoli mercati regolamentati che istituiscono segmenti dedicati agli strumenti di debito sostenibile, in un processo di progressiva ibridazione tra regolamentazione pubblica e regolamentazione transnazionale privata.

Quanto alla funzione di “*compliance monitoring*”, vale a dire il monitoraggio sulla corretta applicazione delle regole da parte dei relativi destinatari, bisogna invece indagare la

prassi di mercato e gli *standard* in materia di *external review*, quale strumento tipico di verifica della *compliance*, che costituisce oramai una pratica comune a livello internazionale.

Quanto, infine, alla funzione di “*enforcement*”, occorre precisare, preliminarmente, che con ciò si intende solo l’*enforcement* “diretto” delle norme, che presuppone la piena coercibilità degli obblighi da parte delle autorità competenti, restando esclusi tutti quei meccanismi di *enforcement* “indiretto” in cui l’applicazione delle regole è supportata non da obblighi coercibili, ma da meccanismi di mercato o altri incentivi di natura socio-economica. Nel merito, bisogna, poi, distinguere l’ipotesi in cui l’ordinamento interno non preveda norme di settore applicabili dall’ipotesi opposta. Nel primo caso, le uniche possibili forme di *enforcement* diretto possono derivare o dal volontario ricorso, da parte di un singolo emittente, a veri e propri meccanismi di “certificazione” (come il Climate Bonds Standard, che prevede la non concessione o la revoca del certificato in caso di *non-compliance*) o dal volontario inserimento di specifiche clausole nei contratti che disciplinano i singoli strumenti (e che impegnano l’emittente a dare esatta esecuzione a determinate norme e *standard*, a pena di inadempimento). Nel secondo caso, invece, il pieno *enforcement* delle regole può risultare da apposite normative di rilevanza territoriale, ove istitutive di obblighi di condotta e di adeguati sistemi di controllo e meccanismi sanzionatori su enti emittenti, nonché sui prestatori di *external review*, come proposto dalla Commissione Europea tramite l’EU GBS.

Al fine di creare una struttura di *compliance* e di *enforcement* per il mercato a livello internazionale, è necessario non solo che siano applicate in ogni giurisdizione regole analoghe o equivalenti per la prestazione dei servizi di *external review*, d’accordo con la prassi internazionale di mercato, ma anche che siano previsti meccanismi equivalenti per quanto riguarda il controllo e la supervisione dei vari partecipanti al mercato; diversamente, pur nel quadro di una formale uniformità normativa data dalla diffusa applicazione dei medesimi *standard*, si verrebbe a creare una sostanziale frammentazione proprio in termini di *compliance* e di *enforcement*, lasciando spazio per il proliferare delle condotte di *greenwashing* e di *regulatory arbitrage*.

Capitolo VI

Compliance monitoring ed enforcement degli standard nella prassi internazionale di mercato e nel diritto interno tra frammentazione normativa ed esigenza di uniformità

§ 1. L'*external review* come servizio di *external assurance*.

L'elaborazione di regole di natura sostanziale non vincolanti può risultare priva di significato, se non è previsto alcun meccanismo che consenta la verifica, il monitoraggio e l'*enforcement* degli *standard*. Peraltro, gli incentivi di mercato che inducono gli emittenti ad applicare regole di tale natura, quali la competizione, la reputazione e la trasparenza, sono i medesimi che inducono tali soggetti, in assenza di specifici obblighi al riguardo, a dare prova comunque della loro effettiva applicazione, sottoponendosi a verifiche svolte privatamente da soggetti terzi. Per tale ragione, anche se gli *standard* ICMA non istituiscono alcun sistema di controllo sugli enti emittenti, nella prassi la diffusione degli *standard* è sempre andata di pari passo con lo sviluppo di vari strumenti di *external review* atti a consentire lo svolgimento di verifiche e controlli.

Al riguardo, occorre precisare che il fenomeno dell'*external review* è ampiamente deregolamentato, in quanto le *Guidelines* ICMA, le disposizioni degli *standard* ASEAN e le “*guidance*” LSTA-APLMA-LMA, ne disciplinano solo taluni aspetti, soprattutto attraverso la formulazione di definizioni generiche e di principi organizzativi, etici e di trasparenza di portata molto generale¹. Al fine di comprendere appieno il fenomeno dell'*external review*, occorre, dunque, integrare l'analisi delle discipline esistenti con un'approfondita indagine della prassi di mercato².

¹ Cfr. ICMA, *Guidelines for external review*; ACFM, *ASEAN Green, Social, Sustainability Bond Standards*; LSTA-APLMA-LMA, *Guidance for Green, Social, and Sustainability-Linked Loans External Reviews*.

² In merito agli argomenti affrontati nel Capitolo in oggetto, cfr. l'articolo, scritto nell'ambito del presente Progetto di ricerca, T. BUSSANI, *Compliance monitoring and enforcement with voluntary standards: the case for external reviews on green bonds*, in *Cahiers Jean Monnet*, 14, 2021, nel quale sono state analizzate le

Preliminarmente, occorre rilevare che l'*external review* non costituisce un fenomeno nuovo, ma appartiene al più ampio universo dei cosiddetti servizi di *external assurance*, che sono assai diffusi nella prassi commerciale internazionale in molti ambiti e settori, spesso al di fuori di una chiara cornice normativa³. I servizi di *external assurance* possono essere definiti, in generale, come servizi offerti privatamente da un soggetto terzo e specializzato che, sulla base di proprie verifiche e valutazioni, emette in favore del committente un documento che attesta la sussistenza di determinati requisiti⁴. Tali servizi possono assumere valore legale, all'interno di sistemi normativi che legittimano l'uso di tali strumenti per determinate fattispecie e in relazione a specifici effetti giuridici, o contrattuale, nell'ambito di accordi che impongono ad una parte di provare per tal via la sussistenza di determinati requisiti, ma possono anche essere privi di una concreta rilevanza giuridica, se prestati al di fuori di qualsivoglia rapporto obbligatorio.

Il fenomeno delle *external assurance* è emerso, sul finire degli anni '90, a seguito della diffusione degli *audit* finanziari e si è sviluppato parallelamente alla diffusione degli *standard* ISO e al proliferare delle iniziative di regolamentazione e *governance* privata⁵. L'utilità di tali strumenti si coglie immediatamente con riferimento a quest'ultimo profilo, in cui, da un lato, è necessario verificare la sussistenza di determinati requisiti, dall'altro lato, è possibile solo ricorrere a soggetti privati per lo svolgimento dei relativi controlli di merito, stante la mancanza di adempimenti e controlli imposti da pubbliche autorità. Infatti, all'interno dei regimi di *transnational private regulation*, i servizi di *external assurance* costituiscono spesso l'unico mezzo per svolgere in concreto funzioni di verifica e controllo. Per tale ragione, l'intero settore dell'*external assurance* si è espanso in maniera accelerata in tutto il Mondo, ponendosi come fondamentale strumento di *private governance* in molti ambiti della vita economica e finanziaria internazionale⁶.

La funzione svolta in concreto dai servizi di *external assurance* varia caso per caso e si è notevolmente evoluta col tempo. In un primo momento, la funzione principale di tali strumenti era quella di facilitare e rendere più efficiente l'esecuzione di contratti, grazie a servizi di verifica demandati dalle parti a soggetti terzi al fine di prevenire controversie

diverse forme di *external review* per il mercato in esame, ricostruendone la relativa disciplina e individuandone le principali criticità.

³ Sul fenomeno dell'*external assurance* cfr. in particolare: M.M. BLAIR, C.A. WILLIAMS, L.W. LIN, *The new role for assurance services in global commerce*, in *Journal of Corporate Law*, 33, 2007; L.K. MCCALLISTER, *Regulation by Third-Party Verification*, in *Boston College Law Review*, 53, 2012.

⁴ Cfr. M.M. BLAIR, C.A. WILLIAMS, L.W. LIN, *The new role for assurance services in global commerce*, cit.

⁵ *Ibidem*.

⁶ *Ibidem*.

giudiziali o arbitrali⁷. Tuttavia, con l'evolversi dei regimi di regolamentazione e *governance* privata, la funzione svolta dagli strumenti *external assurance* è divenuta, a tutti gli effetti, quella di consentire direttamente il monitoraggio e l'*enforcement* della *compliance* all'interno di tali regimi, sostituendo, così, *in toto* le forme tradizionali di *public enforcement*.

Con il dispiegarsi dei processi di globalizzazione economica e finanziaria, il settore dell'*external assurance* è emerso a livello globale come un'infrastruttura privata di *compliance* ed *enforcement* finalizzata a verificare la conformità delle imprese rispetto a codici di condotta, principi e *standard*, in alternativa ovvero a supporto degli strumenti tradizionali, soprattutto nel quadro dei sistemi di *governance* privata⁸. In vari ordinamenti, inoltre, l'*external assurance* è stato pienamente integrato, nella regolamentazione di specifici settori, come strumento di *compliance* ed *enforcement* anche all'interno di regimi di *public governance*, per rendere più efficiente il sistema.

Le questioni e le problematiche giuridiche sollevate dal fenomeno dell'*external assurance* sono state oggetto di numerosi studi, tanto nel campo delle scienze sociali, quanto nel campo delle scienze giuridiche. Infatti, le *external assurance* finiscono per svolgere tradizionali funzioni regolatorie, come quelle relative al monitoraggio e all'*enforcement* della *compliance* nei confronti dei soggetti regolati, sia nell'ambito dei regimi di *transnational private regulation*, sia nell'ambito dei regimi di *public governance*.

Di conseguenza, la deregolamentazione o la scarsa regolamentazione di tali servizi, in generale o con riferimento a specifici settori, e la mancanza di controlli istituzionali sul corretto svolgimento dei medesimi sollevano notevoli preoccupazioni dal punto di vista giuridico, tenuto conto, da un lato, della rilevanza sistemica che può assumere l'*external assurance* per lo svolgimento di tali verifiche e controlli, dall'altro lato, del rischio che tali verifiche e controlli non siano svolte in maniera terza, imparziale e indipendente, per via dello stretto legame che si viene a creare tra controllati e controllori.

Nel macro-scenario descritto, è evidente che i servizi di *external review* sviluppatasi in relazione all'emergente mercato del debito sostenibile costituiscono una specificazione del più ampio fenomeno dell'*external assurance*, che riguarda, in generale, tutto il settore del commercio e della finanza internazionale. Come questi ultimi, anche i primi si sono affermati, nella prassi di mercato, come strumenti di *governance* privata, finalizzati a consentire lo svolgimento di verifiche in assenza di meccanismi istituzionalizzati di

⁷ *Ibidem.*

⁸ *Ibidem.*

supervisione e controllo, e sono emersi come una vera e propria infrastruttura privata di *compliance* e di *enforcement* per l'intero mercato. Lo stesso vale per quanto riguarda i rapporti tra *external review* e *public governance*: infatti, tutti gli *standard* e le regolamentazioni pubbliche in materia di strumenti di debito sostenibile, incluso l'EU GBS, riconoscono l'*external review* come strumento tipico di verifica della *compliance*, così integrando tali servizi all'interno dei propri sistemi normativi e di *governance*; in tutti gli altri casi, invece, l'*external review* assume rilevanza solo con riferimento al regime di *transnational private regulation* dell'intero mercato, quale unico strumento di *compliance* e di *enforcement* esperibile.

§ 2. Caratteristiche e forme di *external review*.

In generale, l'*external review* può essere definita come una valutazione di *compliance*, effettuata da un soggetto terzo, imparziale e specializzato, e su richiesta di un ente emittente, per verificare l'allineamento dello strumento emesso rispetto agli *standard* applicabili. Sebbene tale servizio possa essere prestato in forme diverse (certificazioni, *second party opinion*, *external assurance* e *rating*), la definizione offerta deve ritenersi valida per tutte le forme di *external review*, come di seguito specificate⁹. Infatti: (i) la valutazione di

⁹ Le definizioni riportate nel presente paragrafo sono state proposte nell'articolo T. BUSSANI, *Compliance monitoring and enforcement with voluntary standards: the case for external reviews on green bonds*, cit., che è parte integrante del presente lavoro. Tali definizioni sono state elaborate sulla base: degli *standard* e delle *guidelines* dell'ICMA; del CBS; delle informazioni e degli *external review report* accessibili attraverso i *database* dell'ICMA e della CBI; nonché sulla base della seguente bibliografia: S. BREEN, C. CAMPBELL, *Legal Considerations for a Skyrocketing Green Bond Market*, in *Natural Resources & Environment*, 31(3), 2017; C. CLAPP, P. KAMLESHAN, *Green bonds and climate finance*, in A. MARKANDYA, I. GALARRAGA, D. RÜBBELKE (eds.), *Climate Finance: Theory and Practice*, 2017; T. EHLERS, F. PACKER, *Green Bond Finance and Certification*, in *Bank of International Settlement Quarterly Review*, September, 2017; K.M. TALBOT, *What Does Green Really Mean: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market*, in *Villanova Environmental Law Journal*, 28(1), 2017; E.K. WANG, *Financing Green: Reforming Green Bond Regulation in the United States*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law*, 12, 2017; S.K. PARK, *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*, 2018, cit.; P. ROSE, *Certifying the 'Climate' in Climate Bonds*, in *Capital Markets Law Journal*, 14, 2018; D. SISWANTORO, *Climate change concerns: the need for standardization of a second opinion on green bonds*, in *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 200(1), 2018; C.M. BANAHAN, *The Bond Villains of Green Investment: Why an Unregulated Securities Market Needs Government to Lay Down the Law*, in *Vermont Law Review*, 43(4), 2019; M. DORAN, J. TANNER, *Critical challenges facing the green bond market*, in *International Financial Law Review*, 2019; S.K. PARK, *Green bonds and beyond: debt financing as a sustainability driver*, in *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, 2019; P. DESCHRYVER, F. DE MARIZ, *What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?*, in *Journal Risk and Financial Management*, 13, 2020; L. FREEBURN, I. RAMSAY, *Green bonds: legal and policy issues*, in *Capital Markets Law Journal*, 15(4), 2020; R. JONES, T. BAKER, L. MURPHY, N. LEWIS,

compliance rappresenta il contenuto del servizio offerto, che si conclude, in tutti i casi, con un *report* che riepiloga lo scopo della valutazione effettuata, gli elementi esaminati, la metodologia seguiti, i limiti e le conclusioni, che attestano la conformità dello strumento emesso rispetto alle regole applicabili¹⁰; (ii) l'imparzialità e la specializzazione del soggetto che esegue le valutazioni sono requisiti comuni a tutti i servizi di *external assurance*, senza i quali l'attività svolta risulterebbe del tutto autoreferenziale e poco credibile, e sono richiamate dai *Principles* e dalle *Guidelines* ICMA e dagli *standard* ASEAN e LMA-APLMA-LSTA; (iii) il conferimento dell'incarico da parte del medesimo ente emittente, secondo il cosiddetto "*issuer-pays model*", caratterizza anch'esso il fenomeno delle *external assurance* e tutte le forme di *external review*.

Con la crescita del mercato, sono emerse distintamente quattro diverse forme di *external review*: (i) le certificazioni, come il CBS, che rappresentano la forma più stringente di *external review*; (ii) le *second-party opinion*, che sono la forma più diffusa all'interno del mercato; nonché (iii) le *third-party assurance* e (iv) il *rating*.

Le certificazioni e in particolare il CBS. Le *Guidelines* dell'ICMA definiscono le certificazioni come uno strumento di *external review* che definisce "*specific criteria, and alignment with such criteria is normally tested by qualified, accredited third parties, which may verify consistency with the certification criteria*"¹¹. In generale, la certificazione può essere definita come uno strumento di *governance* che combina, in capo al medesimo soggetto, l'emanazione di *standard* con la definizione di specifiche procedure volte a garantire il monitoraggio e l'*enforcement* della *compliance*¹². Queste ultime si svolgono sotto la supervisione dell'organismo di certificazione e sono funzionali al rilascio di un certificato, che l'ente certificato è autorizzato ad utilizzare per scopi commerciali¹³. Lo schema di certificazione può prevedere che i controlli e le verifiche siano svolte, nel merito,

Treating ecological deficit with debt: The practical and political concerns with green bonds, in *Geoforum*, 114, 2020; P. ROSE, *Debt for Climate: Green Bonds and Other Instruments*.

¹⁰ Cfr. ICMA, *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*, cit., in breve *Guidelines*.

¹¹ Cfr. *Ivi*, p. 2.

¹² V. *supra* § 4. Cfr. D.U. GILBERT, A. RASCHE, S. WADDOCK, *Accountability in a Global Economy: The Emergence of International Accountability Standards*, in *Business Ethics Quarterly*, 21 (1), 2021, p. 27; nonché T. BARTLEY, *Transnational Private Regulation in Practice: The Limits of Forest and Labor Standards Certification in Indonesia*, in *Business and Politics*, 12, 2001; M.M. BLAIR, C.A. WILLIAMS, L.W. LIN, *The Roles of Standardization, Certification and Assurance Services in Global Commerce*, cit.; T.M. ROBERTS, *The Rise of Rule Four Institutions: Voluntary Standards, Certification and Labeling Systems*, cit.; VERBRUGGEN, R. SCHMIDT, *The Role of Certification in the Enforcement of Transnational Private Regulation*, in *SSRN Electronic Journal*, cit.

¹³ *Ibidem*.

da soggetti terzi indipendenti e specializzati, purché precedentemente accreditati presso il medesimo organismo di certificazione, e siano, poi, sottoposti ad ulteriori controlli da parte di quest'ultimo, che è responsabile dell'intero processo. Dopo il rilascio del certificato, inoltre, sono previsti ulteriori adempimenti per verificare la persistenza dei requisiti previsti dallo *standard*.

Come è stato osservato, il modello della certificazione sottende, tipicamente, i seguenti elementi: (i) la definizione di *standard* da parte dell'organismo di certificazione; (ii) un processo di certificazione per verificare il rispetto degli *standard*; (iii) un marchio (*mark*) o un'etichetta (*label*) di certificazione, rappresentativa del certificato rilasciato per scopi commerciali; (iv) l'accREDITAMENTO dei soggetti che svolgono i controlli e le verifiche di merito da parte dell'organismo di certificazione, sulla base di regole predeterminate; (v) il monitoraggio continuo della *compliance*¹⁴. La combinazione di tali elementi consente, dunque, allo stesso *standard setter*, che gestisce e supervisiona l'intero processo di certificazione, di monitorare e far rispettare ai richiedenti gli *standard* dallo stesso elaborati, pena la revoca del certificato.

Il *Climate Bond Standard and Certification Scheme* (CBS) per i *bond* e *lans* climatici segue esattamente lo schema della certificazione appena illustrato¹⁵. Nella fattispecie, il processo di certificazione si articola in tre fasi: *pre-issuance*, *post-issuance* e *ongoing certification*¹⁶.

Durante la prima fase, viene verificata la (*green bond*) *framework* e l'elenco dei progetti e delle attività finanziabili predisposti dall'ente emittente¹⁷. A tal fine, quest'ultimo deve incaricare un soggetto terzo indipendente, specializzato e accreditato presso il CBS Board, che è l'organismo responsabile del processo di certificazione, di verificare se tali documenti presentano tutti i requisiti previsti dal CBS; il Board, dopo aver esaminato e approvato tale "*verification report*", rilascia il certificato per scopi commerciali¹⁸. Al fine di

¹⁴ Tale ricostruzione è mutuata da P.S. PARIKH, *Harnessing Consumer Power: Using Certification Systems to Promote Good Governance*, in *Environmental Law Reporter - News and Analysis*, 34, 2014, p. 2, citata in M. SCHELTEMA, *Assessing Effectiveness*, cit., p. 323.

¹⁵ Cfr. S.K. PARK, *Investors as regulators*, cit. e ID., *Green bonds and beyond*, cit.

¹⁶ Cfr. *Climate Bonds Standard* (CBS), edizione 2021.

¹⁷ Cfr. CBS, part D.

¹⁸ Cfr. CBS, part D, p. 23: "*Pre-Issuance Certification: Assessment and Certification of the Issuer's internal processes, including its selection process for projects & assets, internal tracking of proceeds, and the allocation system for net proceeds. This phase includes the Issuer preparing a Green Bond Framework and a list of eligible projects & assets; verification of the framework and the list by an Approved Verifier; production of a Verifier's Report; and provision of certification documents to the Climate Bonds Standard Secretariat. Pre-Issuance Certification of bonds, loans or other debt instruments is awarded via a formal letter and a Certificate from the Climate Bonds Standard Board. The PreIssuance Certification covers the period prior to*

continuare a utilizzare il certificato, l'ente certificato deve, entro i successivi due anni, sottoporsi alla seconda fase del processo¹⁹. In tal caso, il verificatore incaricato di svolgere i controlli esamina gli eventuali aggiornamenti ai documenti sopra citati e sottopone i risultati al Board, che rilascia una lettera che conferma l'autorizzazione all'utilizzo del certificato. Infine, al fine di soddisfare il requisito della “*ongoing verification*”, l'emittente deve comunicare annualmente alla CBI un rapporto di aggiornamento sull'allocazione dei proventi, fino alla completa allocazione; la mancata comunicazione di tali documenti può determinare la revoca del certificato²⁰. Oltre a ciò, in forza del contratto stipulato tra la CBI e l'emittente che ha richiesto la certificazione, quest'ultima, in caso di successiva perdita di uno dei requisiti previsti dallo *standard*, ha l'obbligo di comunicare tale fatto al Board, senza ritardo. In tal caso, il Board può suggerire azioni correttive, per evitare la revoca del certificato; in difetto, può revocare la certificazione²¹.

In conclusione, dunque, gli emittenti che applicano il CBS sono monitorati durante l'intero ciclo-vita dello strumento emesso e il mancato rispetto degli *standard* può essere sanzionato con la revoca del certificato. Per questo motivo, la certificazione è considerata la forma più stringente di *external review*, che consente sia il monitoraggio della *compliance*, sia l'*enforcement* degli *standard*. Come visto, anche la proposta dell'EU GBS si configura come schema di certificazione per i *green bond* (v. *supra* Capitolo IV, § 8).

Le *second party opinion*. Le *second party opinion* possono essere definite come valutazioni di *compliance*, fornite da società specializzate nel campo dell'“*ESG assesment*”,

issuance or closing of the bond and can assist with marketing of the deal. Pre-Issuance Certification is valid until Post-Issuance Certification is awarded”. La disciplina dettagliata è illustrata ai punti da P1 a P5.

¹⁹ Cfr. CBS, part D, p. 23: “*Post-Issuance Certification: Assessment and Certification of the bond, loan or other debt instrument after it has been issued or has closed. If the bond, loan or other debt instrument has been awarded Pre-Issuance Certification, then the Post-Issuance Certification must be undertaken within 24 months of the date of financial close for the bond, loan or other debt instrument. This phase includes preparation of post-issuance updates; verification of the information by an Approved Verifier; production of a Verifier's Report; and provision of certification documents to the Climate Bonds Standard Secretariat. Post-Issuance Certification of individual bonds, loans or other debt instruments is confirmed via a formal letter from the Climate Bonds Standard Board. Post-Issuance Certification is awarded as at a particular date after the bond, loan or other debt instrument has been issued or has closed*”. La disciplina dettagliata è illustrata ai punti da P6 a P8.

²⁰ Cfr. *Ibidem*: “*Ongoing Certification: Maintenance of the Certification based on ongoing conformance with the Post-Issuance Requirements of the Climate Bonds Standard, including meeting annual reporting requirements which are specified in Clause 8. Maintenance requirements and Non-conformance provisions are detailed in Clauses P10 and P11. Programmatic Certification is also available for Issuers with large portfolios of Eligible Projects & Assets and programs for issuance of multiple Certified deals over a number of years. The Programmatic Certification approach enables frequent issuers to have greater flexibility with respect to the timing and scale of issuing Certified Climate Bonds, Certified Climate Loans, or Certified Climate Debt Instruments*”. La disciplina dettagliata è illustrata ai punti P10 e P11.

²¹ Cfr. CBS, punto P11.

funzionali a verificare il contenuto della *framework* che disciplina in concreto uno strumento di debito sostenibile e in particolare l'effettiva sostenibilità dei progetti ad esso sottostanti²². A tal fine, i prestatori di *second party opinion* esaminano la *framework*, unitamente a tutti i documenti connessi, inclusi *standard* interni, procedure e linee-guida adottate dall'emittente, e ne valutano la *compliance* rispetto alle *four* (o *five*) *core components* di cui agli *standard* dell'ICMA, ed eventualmente anche rispetto ad altri *standard* applicabili²³.

Le *second party opinion* si concentrano, dunque, sulla sostenibilità e sull'impatto degli specifici progetti finanziati o finanziabili, ma possono anche considerare, più in generale, gli obiettivi, la strategia, le politiche e gli impegni assunti dall'emittente in materia di sostenibilità, nonché le sue prestazioni ESG complessive, integrando tali dati nella propria valutazione. I risultati delle valutazioni e delle verifiche effettuate sono di regola sintetizzate in un *report* dettagliato tra le cinque e le dieci pagine, che normalmente viene consegnato all'ente emittente e da questo reso pubblico tramite propri canali²⁴.

Le *second party opinion* consistono, dunque, in valutazioni che si svolgono esclusivamente prima dell'emissione dello strumento e non richiedono, di regola, alcun aggiornamento continuo o successivo²⁵. In molti casi, peraltro, l'oggetto di tali valutazioni è limitato all'analisi della *framework* dello strumento e non si estende a dati e informazioni ulteriori. Inoltre, ferme le caratteristiche comuni sopra riepilogate, le metodologie di valutazione variano notevolmente in base alla società che fornisce l'*external review*,

²² Secondo le *Guidelines* ICMA: “A Second Party Opinion entails an assessment of the alignment of the issuer’s green, social, sustainability or sustainability-linked bond issuance/framework/programme with the relevant Principles. For these purposes, “alignment” should refer to all core components of the relevant Principles. In particular, a Second Party Opinion can include an assessment of the issuer’s overarching objectives, strategy, policy, and/or processes relating to environmental and/or social sustainability (if applicable). For green, social and sustainability bonds, external reviewers should also assess: 1. The environmental and/or social features of the type of Projects intended for the Use of Proceeds. 2. The environmental and/or social benefits and impact targeted by the eligible green and/or social projects financed by the green, social or sustainability bond. 3. The potentially material environmental and/or social risks associated with the projects (where relevant). For sustainability-linked bonds (i.e., bonds with a general corporate use of proceeds), Second Party Opinions or other (typically pre-issuance) external reviews are recommended. The external reviewer is encouraged to assess: 1. The relevance, materiality and reliability of selected KPIs. 2. The rationale and level of ambition of the proposed SPTs. 3. The relevance and reliability of selected benchmarks and baselines, the credibility of the strategy outlined to achieve them, based on scenario analyses, where relevant. Moreover, issuers are encouraged to seek independent and external review (such as an updated Second Party Opinion) to comment on their progress against baseline/benchmark, international targets and if such external benchmarking factors have changed after the adoption of the SLB Framework. External reviewers should confirm whether there is a change in the financial and/or structural characteristics of the bond. If they make such an assessment, they should disclose their expertise. However, external reviewers may consider they do not have sufficient financial expertise to assess to what degree the variation in the financial characteristics of an SLB is commensurate and meaningful; in which case it is recommended they state so clearly in their Second Party Opinion”.

²³ *Ibidem*.

²⁴ Cfr. BLOOMBERG, *Second-party Opinions*, cit., p. 3.

²⁵ Cfr. S.K. PARK, *Investors as regulators*, cit., p. 30; P. ROSE, *Certifying the climate*, cit., p. 10.

ciascuna delle quali utilizza propri metodi e procedure. Di conseguenza, non essendoci, peraltro, *standard* metodologici comuni di riferimento, le *second party opinions* fornite da società diverse non sono, di regola, direttamente comparabili, stante la diversità di dati e misure utilizzate da ciascuna²⁶.

Un ulteriore aspetto problematico di tali forme di *external review* si coglie in relazione al requisito dell'indipendenza. Diversamente dalle società di revisione contabile e dalle agenzie di *rating*, i prestatori di *second party opinion* non sono soggetti a particolari requisiti di indipendenza, né a specifiche discipline²⁷. Infatti, secondo le *Guidelines* dell'ICMA, questi ultimi non dovrebbero intrattenere alcun altro rapporto con l'emittente valutato e con i relativi consulenti, ma, in caso contrario, possono comunque fornire servizi di *second-party opinions*, purché siano attuate “*procedure appropriate come barriere informative*” per garantire l'indipendenza e l'imparzialità delle valutazioni effettuata e siano rese pubbliche le “*eventuali criticità in merito all'indipendenza dell'istituzione*”²⁸. Pertanto, i fornitori di *second party opinion* possono al contempo fornire servizi di consulenza in merito alla redazione della *framework* di uno strumento di debito sostenibile e valutarne in seguito la conformità agli *standard* tramite la prestazione di una *second party opinion*. Dal momento che situazioni di tal genere non sono affatto rare nella prassi, la diffusione delle *second party opinion* può alimentare a livello sistemico il rischio di conflitto di interesse tra emittenti e verificatori²⁹.

Verification o third-party assurance. Le *third-party assurance* sono *external assurance*, formulate in termini negativi e fornite di regola da uno studio contabile o una società di revisione contabile, aventi ad oggetto la conformità di uno strumento di debito sostenibile rispetto a un determinato insieme di *standard* e criteri³⁰. Le *third-party assurance*

²⁶ Al riguardo, l'ICMA raccomanda agli *external reviewer* di riassumere i risultati delle proprie valutazioni in un apposito formato standardizzato.

²⁷ Cfr. BLOOMBERG, *Second-party Opinions*, p. 3.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ *Ibidem*.

³⁰ Secondo le *Guidelines* ICMA: “*For green, social and sustainability bonds, verification may focus on alignment with internal or external standards or claims made by the issuer. Also, evaluation of the environmentally or socially sustainable features of underlying assets may be termed verification and may reference external criteria. Assurance or attestation regarding an issuer’s internal tracking method for use of proceeds, allocation of funds from green, social and sustainability bond proceeds, statement of environmental and/or social impact or alignment of reporting with the Principles may also be termed verification. For sustainability-linked bonds, post-issuance verification is a requirement of the SLBPs. Issuers are expected to seek independent and external verification (for example limited or reasonable assurance) of their performance level against each SPT for each KPI, at least once a year, and in any case for any date/period relevant for assessing the SPT performance leading to a potential adjustment of the sustainability-linked bonds’ financial and/or structural characteristics, until after the last SPT trigger event of the bond has been reached*”.

sono generalmente effettuate prima dell'emissione dello strumento; in tal caso, hanno ad oggetto la *framework* dello strumento emesso. Se effettuate successivamente, possono, invece, riguardare l'effettiva esecuzione della *framework*. Solitamente, le *third-party assurance* consistono in *report* di due o tre pagine in cui la dichiarazione di *compliance* è sempre espressa in termini negativi³¹. In genere, le *third-party assurance* contengono una dettagliata descrizione del procedimento seguito e una dichiarazione riguardante i limiti di tale procedimento e del conseguente giudizio, ma pochissimi dettagli sulle caratteristiche di sostenibilità dello strumento emesso.

Le *third-party assurance* differiscono, dunque, dalle *second-party opinion* sotto molteplici aspetti. In primo luogo, sono fornite da studi di contabilità o società di revisione contabile, anziché da società esperte nella valutazione dei fattori ESG; in secondo luogo, sono espresse sempre in termini negativi, anziché positivi; in terzo luogo, sono molto più brevi, limitate e risultano spesso prive di informazioni sulle caratteristiche dello strumento valutato. *Third-party assurance* e *second-party opinions*, presentano, inoltre, le medesime criticità in termini di indipendenza e conflitto di interesse.

Il rating. Il *rating* in tema di strumenti di debito sostenibile consiste in una valutazione quantitativa sul livello di sostenibilità ESG dello strumento emesso, che può essere offerta sia da agenzie di *rating* del credito, sia da agenzie di *rating* ESG, sulla base di *benchmark*, metodologie, criteri e dati specifici³². Ogni *provider* ha il proprio sistema di *rating* e le proprie metriche e metodologie, che tengono conto di diversi indicatori, parametri e dati. I relativi *report*, inoltre, contengono un'accurata analisi delle caratteristiche di sostenibilità dello strumento valutato, la descrizione dei criteri e delle metodologie di *rating* utilizzati e la spiegazione analitica dei punteggi assegnati per ciascun indicatore utilizzato.

Questa forma di *rating* differisce sia dal *rating* creditizio che dal *rating ESG* e presenta pochi punti di contatto con questi ultimi. Da un lato, infatti, il *rating* del credito è una valutazione numerica sul grado di solvibilità di un debitore o di uno strumento di debito: di conseguenza, il grado di sostenibilità ESG di uno strumento di debito sostenibile non assume alcuna rilevanza all'interno dei vari sistemi di *credit rating*, a meno che ciò non possa in

³¹ Le *third-party assurance* utilizzano formule come “*nothing has come to our attention to suggest that [the object of the review] is not, in all material aspects, conforming to [target standards] criteria*” e simili.

³² Secondo le *Guidelines ICMA*: “*An issuer can have its green, social, sustainability and sustainability-linked bond associated framework or a key feature such as Use of Proceeds, selection of KPIs, calibration of the level of ambitiousness of SPTs, evaluated or assessed by third parties, such as specialised research providers or rating agencies, according to an established scoring/rating methodology*”.

qualche modo incidere sulle probabilità di *default* dell'emittente. Dall'altro lato, il *rating* ESG è una valutazione numerica sulla *performance* ESG complessiva di un'impresa: di conseguenza, il grado di sostenibilità ESG di uno strumento di debito sostenibile, se emesso, può assumere rilevanza all'interno dei vari sistemi di *rating* ESG, in quanto incide sulle prestazioni ESG complessive dell'emittente oggetto di valutazione.

Inoltre, a differenza del *rating* del credito e analogamente al *rating* ESG, i punteggi e le metriche che caratterizzano i diversi sistemi di *rating* utilizzati da tali prestatori di *external review* non sono immediatamente comparabili, a causa della mancanza di standardizzazione e omogeneità sui metodi di *rating*. Si ripropone, dunque, lo stesso problema di incomparabilità già rilevato con riferimento alle *second party opinion*. Rispetto a queste ultime, infine, occorre precisare che i *rating* comportano generalmente una valutazione ben più approfondita, che include, altresì, una vera e propria previsione in merito all'effettiva attuazione della *framework* dopo l'emissione dello strumento. Tale elemento manca in tutte le altre forme di *external review*.

§ 3. Forme di *external review* a confronto.

Sono necessarie due considerazioni preliminari prima di procedere con l'analisi della funzione regolatoria e dei limiti dell'*external review*.

Innanzitutto, la certificazione ai sensi del CBS è notevolmente diversa da tutti gli altri tipi di *external review*. Da un lato, infatti, la certificazione implica un rapporto trilaterale tra certificatore, ente emittente e società accreditata di *external review*, in cui le valutazioni di *compliance* sono espresse da quest'ultima all'interno di un procedimento supervisionato dall'ente certificatore medesimo, con maggiori garanzie di indipendenza, imparzialità, trasparenza e certezza. In questo modo, grazie ai servizi prestati dai *reviewer* accreditati, la CBI può monitorare in maniera continua l'effettiva applicazione del proprio *standard* sulla base di regole e procedure comuni e, in caso di non conformità, può sanzionare gli emittenti revocando il certificato. Pertanto, la certificazione è un processo istituzionalizzato per il monitoraggio e l'*enforcement* della *compliance*, regolato dalla CBS in tutti gli aspetti.

Dall'altro lato, le *second party opinion*, le *third-party assurance* e il *rating* coinvolgono solo due parti, l'emittente e il revisore, e non seguono procedure né metodologie comuni alle diverse forme di *review*. Di conseguenza, se l'emittente risulta inadempiente, non vi è alcuna conseguenza giuridica e non sorge obbligo di comunicazione

poiché, in linea di principio, lo stesso può richiedere un'altra *review* ad un diverso *provider* e rendere nota al pubblico solo quest'ultima, se favorevole. Inoltre, tali forme di *external review* sono caratterizzate da ampia frammentazione e risultano quasi completamente deregolate.

In secondo luogo, assume rilevanza cruciale il momento in cui viene effettuata la *review* rispetto all'emissione dello strumento e, quindi, l'oggetto stesso della *review*. Al di là della certificazione, infatti, tutte le altre forme di *external review* sono normalmente prestate prima dell'emissione del titolo e rese pubbliche al momento dell'emissione. Ciò significa che, di regola, il rispetto dei requisiti *post-issuance* prescritti dagli *standard*, come il *reporting* sull'allocazione dei proventi degli *use-of-proceeds bond*, e l'effettiva esecuzione della *framework* rimangono estranei ai procedimenti di *review*.

È quindi necessario distinguere tra *pre-issuance* e *post-issuance compliance* (o *external review*)³³. Con “*pre-issuance compliance*” si intende la valutazione di conformità che ha luogo prima dell'emissione del titolo e che, quindi, ha ad oggetto la *framework* e altri documenti interni rilevanti, che devono essere redatte in conformità con le *four* o *five components* degli *standard* ICMA. Di conseguenza, essa si riferisce solo all'“*input*” di uno strumento di debito sostenibile ossia all'impegno dell'emittente ad utilizzare il capitale presto a prestito sui mercati per realizzare i dichiarati obiettivi di sostenibilità. Con “*post-issuance compliance*” si intende, invece, la valutazione di conformità che ha luogo dopo l'emissione del titolo e che, quindi, ha ad oggetto tutte le condotte successive, come l'esecuzione della *framework*, il *reporting* sull'allocazione dei proventi e sull'eventuale impatto ambientale e/o sociale dello strumento emesso. Di conseguenza, essa si riferisce all'“*output*” di uno strumento di debito sostenibile ossia all'effettivo finanziamento di attività in grado di apportare concreti benefici in termini di sostenibilità.

Alla luce di quanto esposto, deve concludersi che l'*external review*, quale strumento tipico di verifica della *compliance* ampiamente diffuso nel mercato, consente di monitorare la *compliance* rispetto agli *standard* solo prima dell'emissione dello strumento, verificando la corretta redazione della *framework* e altre condotte preliminari, ma non si estende anche al monitoraggio della *post-issuance compliance*, in quanto solo pochi emittenti ricorrono

³³ La distinzione è entrata negli *standard* ICMA a partire dal 2021: “*It is recommended that issuers appoint (an) external review provider(s) to assess through a pre-issuance external review the alignment of their Green Bond or Green Bond programme and/ or Framework with the four core components of the GBP (i.e. Use of Proceeds, Process for Project Evaluation and Selection, Management of Proceeds and Reporting) as defined above. Post issuance, it is recommended that an issuer’s management of proceeds be supplemented by the use of an external auditor, or other third party, to verify the internal tracking and the allocation of funds from the Green Bond proceeds to eligible Green Projects*”.

anche ad una *post-issuance review*. Ciò evidenzia una grave carenza nella prassi di mercato in materia di verifica e controllo dell'operato degli enti emittenti.

§ 4. La funzione regolatoria dell'*external review* come prassi comune di mercato.

I dati di mercato mostrano che ben oltre il 75% degli enti emittenti in tutto il Mondo è solita richiedere un'*external review* prima dell'emissione dello strumento, a garanzia della trasparenza e dell'integrità del servizio offerto³⁴. Ciò impone di considerare l'*external review* come una prassi comune all'interno dell'intero mercato del debito sostenibile. Nel *2019 Report on EU Green Standard Bond*, il gruppo di esperti sulla Finanza sostenibile nominato dalla Commissione Europea ha chiaramente evidenziato questo cambiamento con riferimento al mercato europeo dei *green bond*, dove, nel 2018, il 98% dei *green bond* emessi ha ricevuto almeno un'*external review*³⁵. Tuttavia, tale conclusione vale anche per l'intero mercato internazionale, considerando i dati sopra riportati.

Nella fase di “creazione del mercato”, l'*external review* è emerso come strumento di “*voluntary compliance*”, che consentiva agli emittenti più virtuosi di dimostrare agli investitori la conformità agli *standard* volontari, per aumentare la trasparenza e la credibilità dei prodotti offerti. Nelle successive fasi di “strutturazione” ed “espansione” del mercato, la crescente domanda di investimenti sostenibili ha indotto sempre più emittenti a ricorrere a tale strumento per rassicurare i potenziali investitori contro il rischio percepito di *greenwashing*, dovuto alla mancanza di regolamentazione e vigilanza di tale emergente mercato. Così, l'*external review* si è progressivamente imposto come lo strumento tipico di verifica della *compliance* per l'intero mercato, dando vita ad una vera e propria infrastruttura, composta da un gran numero di *external review provider* – che includono esperti ESG, società di consulenza, agenzie di *credit rating* e di *rating ESG*, studi di contabilità e società di revisione contabile – preposta alla verifica degli strumenti di debito sostenibile offerti sul mercato.

Infine, con l'inizio della fase di “crescita esponenziale” del mercato, l'*external review* risulta ormai ampiamente consolidata come comune prassi internazionale di mercato. Come tale, costituisce a tutti gli effetti un requisito indispensabile per accedere in modo credibile al mercato, in mancanza della quale l'ente emittente rischia di subire accuse di *greenwashing*

³⁴ Fonte: CBI.

³⁵ Cfr. TEG, *Report on the EU Green Bond Standard*, cit., p. 32.

che possono metterne a rischio la credibilità e la reputazione. Più nello specifico, l'*external review* si configura come soluzione di *private governance* dell'intero mercato emersa ed affermata allo scopo di colmare il vuoto normativo in tema di monitoraggio ed *enforcement* della *compliance*, trovandosi di fatto a svolgere tali funzioni regolatorie altrimenti del tutto mancanti.

Da un lato, infatti, l'*external review* è divenuta, per gli investitori, uno strumento fondamentale di informazione in merito alle caratteristiche e alla sostenibilità di un titolo offerto sul mercato, fornendo analisi, valutazioni, nonché giudizi sulla corretta applicazione degli *standard* rilevanti. Per l'effetto, l'*external review* costituisce, a livello sistemico, lo strumento che consente di monitorare la *compliance* all'interno del mercato, quanto meno prima dell'emissione del titolo. Dall'altro lato, l'*external review* rappresenta un forte incentivo alla corretta applicazione degli *standard* volontari, costituendo, dunque, a livello sistemico, uno strumento non legale e indiretto di *enforcement ex ante* degli *standard* internazionali.

Per tale ragione, occorre approfondire la funzione regolatoria che i prestatori di *external review* si trovano a svolgere all'interno dell'intero mercato internazionale. Sul punto, la letteratura in materia ha già avuto modo di evidenziare come le società di *external review* agiscono come “*information intermediary*” del mercato, in quanto raccolgono, analizzano e distribuiscono informazioni e valutazioni sugli strumenti valutati, influenzando le decisioni degli investitori³⁶; in questa prospettiva, sono già state, altresì, evidenziate le numerose somiglianze e analogie tra i fornitori di *external review* e le agenzie di *rating* del credito³⁷. Tuttavia, il ruolo di tali attori non si limita a quello degli intermediari informativi: svolgendo a tutti gli effetti funzioni di natura sostanzialmente regolatoria, devono essere, altresì, considerati come “*regulatory intermediary*”.

Alcuni studiosi della *regulation*³⁸ hanno sviluppato il concetto di *regulatory intermediary* per comprendere e analizzare come diversi tipi di attori privati, tra cui società di certificazione, società di contabilità, agenzie di *rating* e ONG, si trovano spesso a svolgere un ruolo determinante nell'accertamento, nel monitoraggio e nell'*enforcement* delle norme all'interno di determinati sistemi normativi, sia pubblici, sia privati, fungendo da

³⁶ Cfr. P. ROSE, *Certifying the 'Climate' in Climate Bonds*, cit., p. 12; C.M. BANAHAN, *The Bond Villains of Green Investment*, cit.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ Cfr. K. ABBOTT, D. LEVI-FAUR, D. SNIDAL, *Theorizing regulatory intermediaries: The RIT model*, in *The ANNALS of the American academy of political and social science*, 670(1), 2017; L. BRÈS, S. MENA, M-L-SALLES-DJELIC, *Exploring the formal and informal roles of regulatory intermediaries in transnational multistakeholder regulation*, in *Regulation & Governance*, 13(2), 2019.

intermediari nella relazione tra regolatori, soggetti regolati e beneficiari³⁹. Il concetto di *regulatory intermediary* ricomprende, dunque, “*any actor that acts directly or indirectly in conjunction with a regulator to affect the behavior of a target*”⁴⁰. È stato, inoltre, specificato come il coinvolgimento di tali attori in un dato sistema di regolamentazione può essere: (i) ufficiale o non ufficiale, a seconda che vi sia o non vi sia un formale mandato da parte di un regolatore; e (ii) formalizzato o non formalizzato, a seconda che vi siano o non vi siano regole di condotta sufficientemente precise che disciplinino l’esercizio di tali attività di verifica e controllo⁴¹.

Sulla base di tali osservazioni, è possibile qualificare i prestatori di *external review* come *regulatory intermediary* all’interno del sistema di regolamentazione del mercato globale del debito sostenibile formatasi intorno alla diffusa e generale applicazione degli *standard* ICMA. Il loro coinvolgimento in tale sistema normativo può essere definito come ufficiale, ma non formalizzato. È considerabile ufficiale, perché l’attività dei prestatori di *external review* è espressamente legittimata dagli *standard* ICMA, così come da tutti gli altri *standard* regionali, nazionali o transnazionali privati in materia, nonché richiesta dalle normative relative ai segmenti *green* e *sustainable* dei mercati regolamentazioni per l’emissione di strumenti di debito sostenibile. Il dato è assai significativo, in quanto implica il pieno e formale riconoscimento dei prestatori di *external review* come *regulatory intermediary* all’interno dei sistemi nazionali di *public governance* e *regulation* del mercato. Si tratta, però di un coinvolgimento non formalizzato, dal momento che la loro attività di verifica e controllo non è espressamente e precisamente disciplinata da alcuno *standard*, in quanto le *Guidelines* ICMA si limitano ad enunciare principi etici, organizzativi e professionali di portata generale, ma non disciplinano nello specifico i procedimenti e i metodi di verifica, né esistono, al momento, regolamentazioni al riguardo a nessun livello di *governance*.

Sul punto, occorre, tuttavia, evidenziare come la proposta dello *European Green Bond Standard*, se approvata, potrà incidere in maniera assai significativa sull’attività delle società di *external review*, introducendo una specifica disciplina di settore avente efficacia obbligatoria e assistita da appositi meccanismi di supervisione e controllo sul loro operato.

³⁹ *Ibidem*.

⁴⁰ Cfr. K. ABBOTT, D. LEVI-FAUR, D. SNIDAL, *Theorizing regulatory intermediaries*, cit., p. 19.

⁴¹ Cfr. L. BRÈS, S. MENA, M.L. SALLES-DJELIC, *Exploring the formal and informal roles of regulatory intermediaries in transnational multistakeholder regulation*, in *Regulation & Governance*, 13(2), 2019.

§ 5. I limiti dell'*external review* come strumento tipico di verifica ed *enforcement* della *compliance* a livello internazionale.

Sulla base della ricostruzione sopra effettuata, si possono delineare tre principali problematiche giuridiche riguardanti l'*external review*: (i) la mancanza di *post-issuance compliance*; (ii) la mancanza di indipendenza e responsabilità dei revisori esterni; (iii) la mancanza di standardizzazione delle metodologie di *review* utilizzate e di comparabilità delle relative valutazioni, che impongono ulteriore attività di standardizzazione internazionale e apposite regolamentazioni.

Una delle principali preoccupazioni è la mancanza di *external review* successive all'emissione dello strumento, come sopra evidenziato. Gli emittenti possono considerare tali *review* inutili e inutilmente costose e ritenere sufficiente il *self-reporting* sull'effettiva allocazione dei proventi come garanzia di trasparenza e *compliance*. Tuttavia, le *review* successive all'emissione sono fondamentali per completare il processo di verifica e, quindi, per assicurare il pieno monitoraggio, nonché l'*enforcement* indiretto della *compliance* per tutto il ciclo-vita dello strumento.

Al riguardo, si segnala come, nel 2021, l'ICMA ha aggiornato i propri *standard* proprio inserendo la specifica raccomandazione rivolta agli emittenti di sottoporsi anche ad una *post-issuance review*⁴². Tale nuova raccomandazione potrà innescare una positiva competizione tra gli enti emittenti che, per ottenere benefici reputazionali, saranno maggiormente incentivati a sottoporsi anche a tale tipologia di verifiche. Infatti, entrando a far parte degli *standard*, tale raccomandazione potrà essere presa in considerazione anche al momento delle varie *review* pre-emissione, allorché, nell'esaminare la *framework* di un titolo, il *reviewer* potrà verificare se l'emittente ha assunto impegni anche in merito ad una successiva *post-issuance review*, dando seguito alla nuova raccomandazione, oppure, invece, se di tale *review* non è fatto alcun cenno nella *framework* valutata. In tal modo, l'ICMA ha inteso colmare la sopra citata lacuna nella prassi finanziaria internazionale, in cui la corretta ed effettiva allocazione dei proventi a seguito dell'emissione dello strumento è confermata da revisori esterni solo in una limitata percentuale di casi.

L'inserimento di tale raccomandazione nei *Principles* appare, dunque, particolarmente significativa ed evidenzia la volontà dell'ICMA non solo di offrire *best practice* aggiornate allo sviluppo del mercato e alle relative esigenze di trasparenza ed

⁴² Cfr. GBP e SBP, edizioni 2018 e 2021.

integrità, ma anche di orientare normativamente il comportamento degli enti emittenti, sfruttando l'ampia effettività di cui godono i *Principles* e gli incentivi che presiedono all'applicazione, oltre che delle *core components*, anche delle raccomandazioni in essi contenute.

Una seconda problematica consiste nel rischio “sistemico” di conflitto di interessi all'interno del mercato dell'*external review* e nella mancanza di responsabilità in capo ai prestatori di tali servizi per le valutazioni effettuate. Tale problematica è connaturata al modello economico che caratterizza in generale tutto il fenomeno delle *external assurance*, il cosiddetto “*issuer-pays model*”, in cui è lo stesso soggetto verificato che paga il verificatore per il servizio effettuato. Ciò, tuttavia, risulta ancor più problematico tenuto conto della assenza di qualsivoglia forma di responsabilità in caso di *external review* ingannevoli o comunque non veritiere, nonché della difficoltà pratica, per qualsiasi soggetto terzo, di verificare le informazioni ivi riportate, nel quadro di una generale mancanza di regolamentazione e controllo di tali attività da parte delle pubbliche autorità.

Il CBS ha affrontato tale problematica istituendo un regime di accreditamento per i propri verificatori, che richiede, tra l'altro, a questi ultimi di dimostrare la conformità allo *standard* “ISAE 3000”. Quest'ultimo, il cui nome completo è “*Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information*”, è lo *standard* emesso dall'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), uno *standard-setter* indipendente in materia di *auditing*, *assurance* e servizi correlati, che disciplina le attività di verifica delle informazioni non finanziarie, stabilendo specifiche regole e procedure. Così facendo, la CBI non solo impone ai propri verificatori di adottare lo *standard*, ma richiede, altresì, di dare prova della sua effettiva applicazione, secondo le regole del CBS che disciplinano i rapporti tra la CBI e i verificatori accreditati.

Per quanto riguarda, invece, le altre categorie di *external review*, le *Guidelines* dell'ICMA si limitano a raccomandare di includere nei vari *report* delle apposite dichiarazioni sull'indipendenza e sulle politiche di gestione del conflitto di interesse, nonché di applicare l'ISAE 3000 o altri *standard* esistenti relativi ai servizi di *assurance*⁴³. Le *Guidelines* non richiedono, tuttavia, agli *external reviewer* di dare prova della loro applicazione o di ottenere specifiche certificazioni al riguardo. Chiaramente, le

⁴³ Ulteriori *standard* indicati nelle *Guidelines* includono l'*International Code of Ethics for Professional Accountants*, l'*Attestation Standards* elaborato dall'*American Institute of Certified Public Accountants*, l'*Handbook of the Code of Ethics of Professional Accountants*, l'*AICPA Code of Professional Conduct*, nonché gli *standard* ISO-9001 e ISO-14065.

raccomandazioni delle *Guidelines* sono inadeguate a prevenire e gestire possibili conflitti di interesse, soprattutto a livello sistemico, non essendoci alcun controllo pubblico, né alcun regime sanzionatorio applicabile. Inoltre, non è ragionevole pensare che un vero e proprio meccanismo di supervisione sui prestatori di *external review* e un regime di responsabilità giuridica per le *review* ingannevoli potranno mai essere realizzati all'interno dei regimi di *governance* privata. Per tali ipotesi, sono necessari e inevitabili interventi normativi da parte dei regolatori pubblici per disciplinare i procedimenti di *review* e rendere i relativi prestatori giuridicamente responsabili per le valutazioni effettuate, come ha proposto di fare la Commissione Europea tramite l'istituzione di un sistema di accreditamento per i revisori esterni che intendano offrire servizi di *review* aventi ad oggetto i *green bond* emessi ai sensi dell'EU GBS.

A tal fine, sarebbe opportuno che gli Stati si accordassero per disciplinare il settore a livello internazionale, ad esempio impegnandosi ad estendere anche a tali tipi di verificazioni private le discipline previste per gli *audit* finanziari o concordando analoghi regimi di accreditamento. Infatti, tutti i servizi di *external assurance* assumono una rilevanza cruciale per l'intero settore della Finanza sostenibile, in cui, a fronte della continua innovazione del mercato e della prevalenza di discipline di natura volontaria, la funzione di “*regulatory intermediary*” svolta dai relativi prestatori assume rilievo cruciale, quale strumento atto a garantire la trasparenza e l'integrità delle informazioni, e quindi dell'intero mercato che su di esse si struttura. Al riguardo, si osserva come una strategia regolatoria che gli Stati potrebbero perseguire *uti universi* nel disciplinare la Finanza sostenibile potrebbe essere proprio quella di coordinare i rispettivi interventi in materia di *assurance* e *review*, stabilendo principi-guida e regole comuni, riservandosi, invece, la libertà di decidere autonomamente come disciplinare l'offerta degli altri servizi di Finanza sostenibile. In tal modo, verrebbe a crearsi un regime armonizzato che regola la prestazione dei vari servizi di certificazione e di verifica della *compliance* rispetto a qualsivoglia *standard*, di cui potrà beneficiare l'intero settore.

Un terzo problema riguardante l'*external review* consiste nella mancanza di standardizzazione delle metodologie di valutazione utilizzate e, conseguentemente, nella difficoltà di effettuare una diretta comparazione tra *review* dello stesso tipo fornite da soggetti diversi. I processi e i risultati delle *external review* dovrebbero, infatti, essere più coerenti, omogenei, trasparenti e possibilmente misurabili per consentire il confronto immediato tra diversi *report*. A questo proposito, le *Guidelines* dell'ICMA forniscono ai revisori un modello di *reporting* comune per riepilogare i risultati delle valutazioni

effettuate, così promuovendo la progressiva convergenza e standardizzazione delle tecniche e metriche di valutazione. Tuttavia, una vera e propria standardizzazione delle metodologie utilizzate presuppone principi e regole comuni che riguardano analiticamente i singoli aspetti da prendere in considerazione e le metriche e i dati rispetto alle quali valutare le varie componenti. A tal fine, risulta cruciale che l'ICMA, come gli altri regolatori pubblici e *standard-setter*, promuovano sia le *best practice* del settore, sia la convergenza delle metodologie, incentivando i vari *providers* a rendere interoperabili le proprie *review*.

In conclusione, la prassi dell'*external review* assume una rilevanza centrale a livello internazionale per il mercato in esame, in quanto consente la verifica e il monitoraggio sulla corretta applicazione degli *standard*, rivelandosi, quindi, uno strumento di *enforcement* indiretto dei medesimi. Tuttavia, affinché si possa parlare di *enforcement* diretto delle varie discipline in materia di strumenti di debito sostenibile, è necessario che vi siano obblighi coercibili nei confronti dei vari partecipanti al mercato. Ciò impone a Stati e regolatori di intervenire, istituendo appositi regimi di supervisione e controllo e meccanismi sanzionatori. Siffatti interventi non dovrebbero riguardare solamente gli enti emittenti, ma anche i prestatori dell'*external review*, quali intermediari regolatori preposti istituzionalmente allo svolgimento delle verifiche e dei controlli di merito.

L'importanza strategica dell'intero settore impone di rendere prioritaria l'elaborazione di regole che consentano al mercato di crescere garantendo al contempo la certezza, la trasparenza e la giustiziabilità degli impegni assunti dagli enti emittenti al momento dell'emissione, nell'interesse delle generazioni presenti e future. In difetto, comportamenti opportunistici e di *free riding* potranno mettere in crisi la fiducia collettivamente riposta verso tali strumenti e il loro effettivo contributo allo Sviluppo sostenibile, vanificando gli sforzi internazionali e globali sinora effettuati. Per evitare ciò, una vera e propria infrastruttura di *compliance* e di *enforcement* dovrà emergere a livello internazionale, retta da regole e principi comuni, che sia in grado di garantire, anche a fronte del moltiplicarsi delle tassonomie, degli *standard* e in generale delle *framework* normative, che i controlli e le verifiche siano svolti correttamente in ogni giurisdizione. La frammentazione normativa proprio sugli aspetti procedurali della disciplina del mercato rappresenta, infatti, il pericolo più grande per il mercato in esame.

Considerazioni di riepilogo

La tesi ha avuto come obiettivo quello di ricostruire, inquadrare, interpretare e analizzare, secondo i principi, le norme e i canoni del diritto internazionale pubblico, il fenomeno del mercato globale degli strumenti di debito sostenibile, quale segmento distinto e autonomo dei mercati finanziari internazionali dotato di specifiche discipline di settore.

La Prima Parte della ricerca ha consentito di inquadrare il tema proposto nell'ambito della cooperazione e della *governance* internazionale in materia di Sviluppo sostenibile, risultante in particolare dall'Agenda 2030 (Capitolo I), e nel più ampio contesto della Finanza sostenibile, intesa quest'ultima sia come fenomeno economico-finanziario di rilevanza internazionale, sia come risultato di un ampio processo di riforma "ibrido" e "informale" relativo all'intero settore dei servizi finanziari internazionali, che, nel solco del principio dello Sviluppo sostenibile e del principio di *global partnership* enfatizzato dall'Agenda 2030 quale diciassettesimo SDG, si sta svolgendo sul piano propriamente internazionale anche tramite il coinvolgimento diretto di diversi attori non statali e attraverso atti normativi atipici, come gli *standard* internazionali privati. Al riguardo, si è, altresì, osservato come ciò potrebbe aprire una nuova e inedita fase per il diritto internazionale dell'economia, in specie per il diritto internazionale della finanza, che trova i suoi snodi fondamentali, in sede di cooperazione internazionale, nella promozione dello Sviluppo sostenibile quale bene pubblico globale a sé stante e nel concetto di *global partnership*, che sottende un diverso rapporto tra settore pubblico e settore privato per la produzione e la fornitura a livello globale del citato bene (Capitolo II).

La Seconda Parte della ricerca ha cercato di evidenziare il carattere organico ed unitario del mercato degli strumenti di debito sostenibile, ricostruendone il percorso evolutivo (Capitolo III), e ha illustrato le caratteristiche strutturali e normative dei singoli strumenti che lo compongono alla luce dei principali *standard* internazionali, regionali e nazionali, i quali, peraltro, presentano un alto grado di omogeneità e coerenza normativa, pur a fronte della frammentazione che si sta formando in forza delle diverse tassonomie di

attività sostenibili elaborate dai vari regolatori nazionali e dei differenti meccanismi di *enforcement* istituiti presso i principali mercati (Capitolo IV).

Nella Terza ed ultima Parte si è tratto spunto dall'osservazione che il mercato in esame risulta effettivamente dotato di una disciplina comune a livello globale, di carattere sia sostanziale, sia procedurale, risultante dalla diffusa applicazione degli *standard* ICMA in tutto il Mondo e dalla spontanea integrazione tra questi ultimi e le regolamentazioni e gli *standard* che disciplinano i singoli mercati a livello nazionale e regionale. Tramite l'esame dell'attività di *standard-setting* svolta dall'ICMA e avvalendosi del concetto di *transnational private regulation*, si è proceduto nel tentativo di qualificare giuridicamente il fenomeno normativo in oggetto, oltre il limite concettuale dato dall'analisi delle forme della *governance* del mercato, portandolo sul piano dello studio del diritto internazionale propriamente inteso. Infatti, nella prassi finanziaria internazionale, gli *standard* ICMA hanno portato all'emersione, su scala globale, di un vero e proprio sistema normativo, caratterizzato da specifici principi, norme e prassi che regolamentano l'intero mercato e che sono dotati di un elevato grado di effettività e di una sempre crescente legittimità internazionale. Nonostante ciò, si è constatato come nel quadro del diritto del commercio internazionale, in specie del sistema GATS, manchi una norma che promuova l'armonizzazione internazionale delle discipline nazionali attraverso il rinvio agli *standard* internazionali di settore, come invece avviene nel contesto del TBT (Capitolo V).

Infine, ricorrendo ai concetti di *transnational private regulation* e *regulatory intermediary*, la ricerca si è soffermata sulla funzione essenzialmente regolatoria che si trovano a svolgere i prestatori dei servizi di *external review*, quale strumento tipico di monitoraggio ed *enforcement* della *compliance*, per l'intero mercato internazionale, la cui adeguata regolamentazione da parte del sistema degli Stati risulta cruciale per la prevenzione a livello globale del *greenwashing* e l'effettiva promozione dello Sviluppo sostenibile attraverso tale segmento dei mercati. Diversamente, il potenziale contributo dato dal mercato in esame, così come dall'intero emergente settore della Finanza sostenibile, all'effettiva transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile risulta messo in serio pericolo e in discussione, soprattutto a fronte del *trend* di crescita esponenziale che lo caratterizza e dell'ingresso nel mercato di un numero sempre crescente di enti emittenti in ogni parte del Pianeta (Capitolo VI).

Investigando la natura giuridica degli *standard* ICMA che disciplinano il mercato, l'indagine ha consentito di affrontare, con riferimento al caso concreto, temi generali di rilevanza "strutturale" e "costituzionale" per l'ordinamento giuridico-economico

internazionale, aventi ad oggetto i confini e i rapporti tra diritto internazionale pubblico e diritto transnazionale privato, rilevando la mancanza di una norma internazionale di riconoscimento che consenta di ricondurre gli *standard* privati, così come i sistemi normativi transnazionali che da essi traggono origine, entro il perimetro formale dell'ordinamento internazionale pubblico, in specie dell'economia¹. In mancanza di tale norma, fenomeni normativi come quello esaminato restano formalmente al di fuori dell'ordinamento, pur appartenendovi dal punto di vista sostanziale, e ciò, nonostante la loro rilevanza per la promozione dello Sviluppo sostenibile nel più ampio contesto dell'Agenda 2030 e del principio di *global partnership* di cui al SDG 17.

¹ Sul punto v. *supra* Capitolo V, § 5.

Osservazioni conclusive

A conclusione dell'analisi condotta, giova soffermarsi sulle possibili iniziative che, dal punto di vista sistematico, potrebbero consentire di addivenire, prima o poi, ad una regolamentazione di diritto internazionale pubblico della materia. Gli strumenti di debito sostenibile veicolano un'innovazione fondamentale nel rapporto tra indebitamento e Sviluppo sostenibile e la loro rilevanza strategica a tal fine si ritiene oggettiva e pacifica, anche con riferimento ai *means of implementation* dell'Agenda 2030, enunciati nell'Addis Ababa Action Agenda, che includono i settori della finanza privata (Action Area B) e del debito pubblico (Action Area E).

Gli strumenti di debito sostenibile, infatti, possono consentire agli Stati emittenti di trovare fonti di finanziamento specifiche per una parte della spesa pubblica, da destinarsi a supporto di predeterminate e ben definite politiche per lo Sviluppo sostenibile, non solo in termini di infrastrutture, ma anche in termini di vere e proprie politiche economiche, ambientali e sociali, nell'interesse dell'intera collettività e di tutta la Comunità internazionale. Il ricorso a tali strumenti apre, dunque, nuovi e inediti scenari di politica monetaria e finanziaria a livello propriamente internazionale, in grado di rivoluzionare il rapporto tra sovranità degli Stati, mercati finanziari e Istituzioni finanziarie internazionali². A tal fine, si rende, però, necessaria la creazione di vere e proprie discipline internazionali, che consentano di riformare l'ordinamento e, su tale base, supportare ulteriori innovazioni e riforme.

A prescindere da ciò, il mercato oggetto di indagine assume un'importanza cruciale anche rimanendo nel campo della finanza privata, trattandosi di un settore che può trasformare progressivamente il mercato internazionale del debito, e con esso l'intero sistema economico internazionale. In tale contesto, una regolamentazione di diritto internazionale pubblico della materia, che preveda per gli Stati l'obbligo di rispettare

² Sul punto v. *supra* Capitolo III, § 11.

determinati *standard* minimi nel disciplinare l'offerta e lo scambio di tali strumenti da parte dei soggetti sottoposti alla propria giurisdizione, risulta essenziale per prevenire e contrastare le condotte di *greenwashing*, le quali possono essere poste in essere sia da parte degli attori economici privati, sia da parte degli stessi Stati, che con regole particolarmente accomodanti possono agevolare le prime. Occorre, dunque, ragionare su come poter giungere ad una disciplina a livello internazionale della materia.

Una prima soluzione, funzionale ad "attrarre" la disciplina transnazionale del mercato entro il diritto del commercio internazionale dei servizi, consisterebbe nell'estendere allo scambio internazionale degli strumenti di debito sostenibile, adattandole ovviamente al tipo di scambio commerciale in questione, le disposizioni relative agli *standard* internazionali contenute nel trattato Technical Barriers to Trade dell'Organizzazione mondiale del commercio, che avrebbe l'effetto di introdurre i menzionati *standard* in tale ramo dell'ordinamento e promuovere l'armonizzazione delle regolamentazioni nazionali al riguardo³. Tale soluzione implica, tuttavia, una modifica dei trattati OMC, e dunque si pone più come punto di approdo che come inizio. Inoltre, per analogia con le disposizioni del TBT, gli *standard* che assumerebbero rilevanza in tale prospettiva sarebbero unicamente quelli elaborati da *standard-setter* la cui partecipazione è aperta a tutti gli Stati membri dell'OMC, come ad esempio l'ISO, con l'espressa esclusione di enti a cui partecipano unicamente attori privati, come l'ICMA. A tal fine, andrebbero, dunque, assunte opportune iniziative anche in tal senso⁴.

Rimanendo sul piano multilaterale, una diversa soluzione, probabilmente più praticabile e sicuramente più efficace, consisterebbe nella stipulazione di un trattato che disciplini specificamente la materia, funzionale ad elaborare regole uniformi, che spaziano dalle tassonomie delle attività qualificabili sostenibili, ai processi di emissione e di rendicontazione, alle procedure per il controllo, la verifica e l'*enforcement* della *compliance*, anche attraverso il richiamo o il rinvio agli *standard* internazionali esistenti. Ciò permetterebbe di giungere ad una vera e propria disciplina internazionale-pubblicistica della materia, che potrà poi consentire di assumere ulteriori e più pervasive iniziative di riforma anche con riferimento al settore del debito pubblico e alle attività delle Istituzioni finanziarie internazionali. Ad oggi, l'ampio utilizzo degli *standard* e delle tassonomie a livello globale potrebbe agevolare e semplificare tale soluzione, fornendo una base normativa comune, peraltro già caratterizzata da un elevato grado di effettività internazionale, su cui

³ Sul punto, v. *supra* Capitolo V, § 5.

⁴ Cfr. TBT, Annex I, art. 4, nonché le considerazioni svolte *supra* Capitolo V, § 5.

intraprendere i negoziati. In tale prospettiva, non sarebbe necessario creare una vera e propria Organizzazione internazionale a cui conferire specifici mandati, essendo possibile ricorrere alle Organizzazioni internazionali esistenti e già operative in tale ambito. Tuttavia, l'intrinseca difficoltà di addivenire ad una disciplina convenzionale del settore, come peraltro di ogni altro settore del sistema economico e finanziario internazionale, induce a ritenere difficilmente concretizzabile ogni proposta che presupponga la stipulazione di accordi multilaterali.

Una terza soluzione potrebbe, invece, realizzarsi attraverso il ricorso ad atti di *soft-law* da parte degli Stati, eventualmente anche in seno all'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel quadro dei meccanismi di *follow-up* e *review* dell'Agenda 2030 o nell'ambito delle Conferenze delle Parti nel contesto della UNFCCC e dell'Accordo di Parigi. In particolare, un atto internazionale, approvato dai Governi, con cui si riconosca l'importanza del mercato in esame per lo Sviluppo sostenibile, anche con riferimento al tema della crescita esponenziale del debito sovrano degli Stati, e che contenga, altresì, specifici impegni degli Stati relativamente all'applicazione a livello nazionale degli *standard* esistenti, avrebbe l'effetto di attrarre questi ultimi nel campo della *soft-law* internazionale, e quindi del diritto internazionale pubblico, pur rimanendo nell'ambito degli impegni non vincolanti. Ciò rappresenterebbe senz'altro un primo e fondamentale passo verso la creazione di una disciplina internazionale del mercato. Infatti, sebbene sia gli *standard* che la *soft-law* abbiano efficacia giuridica non obbligatoria, è del tutto evidente come un atto che contenga precisi impegni dei Governi sia dotato di un'efficacia di fatto prescrittiva notevolmente superiore agli atti imputabili ad attori privati o ibridi⁵. Una tale iniziativa, inoltre, potrebbe essere studiata e promossa da parte di una pluralità di soggetti e attori (G20, singoli Stati o gruppi di Stati, Nazioni Unite, Istituzioni finanziarie internazionali, reti transnazionali di regolatori e *partnership multistakeholder*), che potrebbero così accelerare il processo di negoziazione e di successiva adozione di un atto di *soft-law* rilevante, da parte di un numero significativo di Stati.

Al di fuori dei descritti schemi di cooperazione intergovernativa, alcune iniziative da parte delle Istituzioni finanziarie internazionali potrebbero risultare particolarmente significative al riguardo. Organizzazioni come il FMI, la Banca Mondiale o l'IFC potrebbero, infatti, decidere, tramite il ricorso al noto e diffuso meccanismo della

⁵ Sulla distinzione tra *soft-law* e *standard* v. *supra* Capitolo V, § 5 e cfr. BARRIOS VILLARREAL A., *International Standardization and the Agreement on Technical Barriers to Trade*, cit.

condizionalità, di rendere obbligatoria l'adozione degli *standard* per gli Stati che richiedano l'accesso ai relativi fondi, al fine di aumentare l'efficacia e l'effettività delle politiche di sviluppo così finanziate e promuovere al contempo le riforme dei relativi mercati nel segno della Finanza sostenibile e del debito sostenibile. Ciò avrebbe l'effetto di rendere gli *standard* vincolanti, ma non risolverebbe affatto il problema di come promuovere una regolamentazione internazionale del settore e di come prevenire a livello sistemico il fenomeno del *greenwashing*. Le citate Istituzioni finanziarie internazionali, inoltre, potrebbero avvalersi delle discipline contenute negli *standard* in esame ed applicarle ai propri programmi di prestito, creando così strumenti internazionali di debito di tipo *use-of-proceeds* o *performance-linked*, per concedere prestiti che siano funzionali a finanziare esclusivamente progetti o politiche di sviluppo con predeterminate caratteristiche e obiettivi di sostenibilità ovvero progetti o politiche di sviluppo il cui costo di finanziamento varia in base alle *performance* di sostenibilità dello Stato debitore, ad esempio in tema di riduzione di emissioni e tutela dei diritti umani, così incentivando condotte virtuose. In un tale scenario, tuttavia, sorgerebbe in maniera preponderante non tanto il problema, già esistente, della limitazione della sovranità nella definizione delle politiche nazionali di investimento e di sviluppo, quanto piuttosto il problema della discriminazione che potrebbe venirsi a creare tra gli Stati che, tramite detti strumenti, si troverebbero ad assumere impegni rilevanti e vincolanti in materia di Sviluppo sostenibile, e tutti gli altri Stati, rovesciando del tutto il principio delle responsabilità comuni ma differenziate ed alterando il meccanismo della distribuzione a livello internazionale dei costi della transizione verso un modello di Sviluppo sostenibile. Al contrario, gli strumenti di debito appena ipotizzati, se mai dovessero essere proposti, dovrebbero essere basati su specifici incentivi ed offerti al di fuori dei programmi di prestito nei confronti dei Paesi che versano in situazioni di difficoltà economica e finanziaria.

Sempre nella prospettiva di prevenzione del *greenwashing* e di armonizzazione normativa, pertinenti iniziative potrebbero, poi, provenire direttamente dai regolatori finanziari nazionali, specialmente nell'ambito dei vari consessi, *forum* e *partnership* internazionali, come ad esempio la IOSCO e la SSE delle Nazioni Unite. I citati regolatori potrebbero, infatti, accordarsi ed impegnarsi per disciplinare in maniera uniforme i rispettivi mercati, decidendo di dare diretta applicazione agli *standard* esistenti o concordando le necessarie riforme, soprattutto in termini di supervisione e controllo, nei limiti delle rispettive competenze. Tale soluzione è praticamente percorribile, ma risulta difficilmente praticabile per via della diversa autonomia di cui godono i vari regolatori nazionali e della

persistenza di interessi contrapposti derivanti dalla reciproca competizione. Inoltre, ciò non avrebbe specifiche conseguenze rispetto all'ordinamento giuridico-economico internazionale, trattandosi di pubbliche autorità che, non essendo considerate come soggetti del diritto internazionale, non avrebbero comunque la capacità di innovare l'ordinamento.

In conclusione, la struttura formale dell'ordinamento internazionale rimette all'esclusiva volontà degli Stati le decisioni relative all'assetto giuridico-economico della Comunità internazionale⁶. Nella descritta situazione, sembra inevitabile che siano dunque gli stessi Stati a doversi esprimere circa l'opportunità di disciplinare a livello propriamente internazionale il mercato in esame. In difetto, la *governance* del mercato resterà, a livello globale, appannaggio degli attori privati e sarà esposta, a livello nazionale, alle molteplici e variegate iniziative di Stati e regolatori finanziari. Laddove dovesse mancare una forma di coordinamento politico internazionale, il mercato rischierebbe di frammentarsi e di perdere rapidamente il sostrato normativo comune che al momento lo caratterizza. In tale contesto, le condotte di *greenwashing*, incentivate dalle opportunità di *regulatory arbitrage*, potrebbero velocemente dilagare.

L'importanza cruciale del settore impone di andare in direzione contraria, recuperando le prerogative dell'ordinamento internazionale e degli Stati *uti universi* nel riformare il sistema economico e finanziario internazionale. Qualora ciò non avvenisse, occorrerà verificare se, nell'inerzia della cooperazione internazionale intergovernativa, la collaborazione già in essere tra Organizzazioni internazionali, attori non statali e regolatori nazionali nel segno del menzionato principio di *global partnership* avrà portato al rafforzamento e al consolidamento della legittimità, dell'effettività e dell'autorità delle analizzate strutture di *governance* e di *law-making* multilivello e *multistakeholder* del mercato sul piano propriamente globale, quale conseguenza di una crescente e concreta capacità di tali attori di co-regolare l'intero settore, anche sotto il profilo della *compliance* e dell'*enforcement*, prescindendo formalmente dal consenso espresso *uti universi* del sistema degli Stati.

La risposta affermativa potrà offrire argomenti a supporto dell'ipotesi formulata da PAUWELYN, WESSEL e WOUTERS⁷ (riportata *supra* Capitolo I, § 6) secondo cui è *in fieri* una radicale trasformazione del sistema giuridico internazionale, il cui fondamento normativo

⁶ Per una diversa ricostruzione, sinteticamente riepilogata *supra* Capitolo II, § 8, cfr. in particolare PETERSMANN E.U., *International Economic law in the 21st Century. Constitutional Pluralism and Multilevel Governance of Interdependent Public Goods*, cit., e TRACHTMAN J.P., *The International Economic Law Revolution*, cit.

⁷ Cfr. J. PAUWELYN, R.A. WESSEL, J. WOUTERS, *The Stagnation of International Law*, cit.

sembra spostarsi sempre di più dal tradizionale “*thin state consent*”, alla base della costruzione westfaliana del diritto internazionale come diritto formatosi per effetto del consenso legittimamente manifestato da Stati parimenti sovrani, ad un inedito “*thin stakeholder consensus*”, che si situa alla base di nuovi modelli organizzativi e cooperativi costruiti su *network* transnazionali che coinvolgono una pluralità di diversi *stakeholder*, pubblici e privati, e che danno origine a fenomeni normativi che non appartengono formalmente al diritto internazionale tradizionale. In detta prospettiva, la posizione del principio di *global partnership* come SDG 17⁸ può corroborare l’ipotesi citata e supportare normativamente una diversa concezione, più contemporanea dell’ordinamento internazionale, che recepisca il cambiamento intercorso nelle forme di *governance* e di *law-making latu sensu* internazionali, aprendosi a nuovi attori, processi e fonti normative, dandone piena legittimazione internazionale.

Una tale e diversa ricostruzione del diritto internazionale contemporaneo può, allo stato, sembrare prematura e necessita, comunque, di ulteriori studi e approfondimenti. Ad ogni modo, si sottolinea come gli eventuali segnali di un cambiamento di siffatta portata non potranno che provenire proprio dal dispiegarsi, nella realtà sociale internazionale, di fenomeni che ricoprono un’importanza *pro futuro* decisiva e cruciale per l’intera collettività. L’emergente settore del debito sostenibile, portando con sé la promessa di una radicale trasformazione nel rapporto tra l’indebitamento, pubblico e privato, e i relativi criteri di spesa in nome della sostenibilità climatica, ambientale e sociale, si candida ad essere, più di ogni altro settore, uno di quei fenomeni.

⁸ Come discusso *supra* Capitolo I, § 2 e § 4 con riferimento allo Sviluppo sostenibile e all’Agenda 2030, nonché Capitolo II § 8 con riferimento alla Finanza sostenibile.

Appendice I

Elenco degli atti e dei documenti internazionali maggiormente rilevanti in materia di Sviluppo sostenibile

I. Trattati multilaterali

Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici

United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC)

New York, 9 Maggio 1992

Convenzione delle Nazioni Unite sulla Diversità Biologica

United Nations Convention on Biological Diversity

Rio de Janeiro, 5 Giugno 1992

Accordo che istituisce l'Organizzazione Mondiale del Commercio

Agreement establishing the World Trade Organization

Marrakesh, 15 Aprile 1994

Convenzione delle Nazioni Unite per Combattere la Desertificazione

United Nations Convention to Combat Desertification

Parigi, 17 Giugno 1994

Trattato sulla Carta dell'Energia

Energy Charter Treaty

Lisbona, 17 Dicembre 1994

Convenzione sul diritto degli usi non di navigazione dei corsi d'acqua internazionali

Convention on the Law of the Non-navigational Uses of International Watercourses

New York, 21 Maggio 1997

Convenzione di Aarhus

Convention on access to information, public participation in decision-making and access to justice in environmental matters

Aarhus, 25 Giugno 1998

Convenzione Quadro per il Controllo del Tabacco

WHO Framework Convention on Tobacco Control

Ginevra, 21 Maggio 2003

Convenzione per Salvaguardia del Patrimonio Culturale Immateriale

Convention for the Safeguarding of the Intangible Cultural Heritage

Parigi, 17 Ottobre 2003

Accordi di Parigi

Paris Agreement

Parigi, 20 Dicembre 2015

II. Dichiarazioni degli Stati

Dichiarazione di Stoccolma

Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment

Stoccolma, 16 Giugno 1972

UN Doc. A/CONF.216/16

Dichiarazione di Rio

Rio Declaration on Environment and Development

Rio de Janeiro, 14 Giugno 1992

UN Doc. A/CONF.151/26

United Nations Millennium Declaration

Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 55/2 del 8 Settembre 2000

New York, 8 Settembre 2000

UN Doc. A/RES/55/2

Dichiarazione di Johannesburg

Johannesburg Declaration on Sustainable Development

Johannesburg, 4 Settembre 2002

UN Doc. A/CONF.199/20

III. Agende politiche e programmi d'azione

Action Plan for Human Environment

Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano

Stoccolma, 16 Giugno 1972

UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1

Agenda 21

Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente e lo Sviluppo

Rio de Janeiro, 14 Giugno 1992

UN Doc. A/CONF.151/26/REV.1(VOL.I)

Monterrey Consensus

Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo

Monterrey, 22 Marzo 2002

UN Doc. A/CONF.198/11

Plan of Implementation of the World Summit on Sustainable Development

Vertice Mondiale sullo Sviluppo Sostenibile

Johannesburg, 4 Settembre 2002

UN Doc. A/CONF.199/L.7

Doha Declaration on Financing for Development

Seconda Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo

Doha, 2 Dicembre 2008

UN Doc. A/CONF.212/L.1/Rev.1

The future We Want

Conferenza delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile

Rio de Janeiro, 22 Giugno 2012

Documento adottato dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 66/288 del 27 Luglio 2012 "*The Future We Want*"

UN Doc. A/RES/66/288

Addis Ababa Action Agenda

Terza Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo

Addis Abeba, 16 Luglio 2015

Documento adottato dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite con la Risoluzione n. 69/113 del 27 Luglio 2015

UN Doc. A/RES/69/113

Agenda 2030

Vertice delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile

New York, 25-27 Settembre 2015

Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/1 del 25 Settembre 2015 "*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*"

UN Doc. A/RES/70/1

Glasgow Climate Pact

Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici del 2021

Glasgow, 31 Ottobre -13 Novembre 2021

Risoluzione della Conferenza delle Parti

UN Doc. FCCC/PA/CMA/2021/10/Add.1

IV. Risoluzioni dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite

Risoluzione n. 2398 (XXIII) del 3 Dicembre 1968

Problems of the human environment

UN Doc. A/RES/2398(XXIII)

Risoluzione n. 38/161 del 1983

Process of preparation of the Environmental Perspective to the Year 2000 and Beyond UN UN

Doc. A/RES/38/161

Risoluzione n. 42/187 del 11 Dicembre 1987

Report of the World Commission on Environment and Development

UN Doc. A/RES/42/187

in breve: Risoluzione *Our Common Future*

Risoluzione n. 44/228 (XXIII) del 22 Dicembre 1989

UN Conference on Environment and Development

UN Doc. A/RES/44/228

Risoluzione n. 62/211 del 19 Dicembre 2007

Towards global partnerships

UN Doc. A/RES/62/211

Risoluzione n. 64/236 del 23 Dicembre 2009

Implementation of Agenda 21

UN Doc. A/RES/64/236

Risoluzione n. 66/288 del 11 Settembre 2012

The future we want

UN Doc. A/RES/66/288

Risoluzione n. 70/1 del 25 Settembre 2015

Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development

UN Doc. A/RES/70/1

in breve: Agenda 2030

Risoluzione n. 70/224 del 22 Dicembre 2015

Towards global partnerships : a principle-based approach to enhanced cooperation between the United Nations and all relevant partners

UN Doc. A/RES/70/224

Risoluzione n. 73/254 del 20 Dicembre 2018

Towards global partnerships : a principle-based approach to enhanced cooperation between the United Nations and all relevant partners

UN Doc. A/RES/73/254

V. Report delle Nazioni Unite relativi a Conferenze internazionali

Conferenza di Stoccolma sull'Ambiente Umano, 1972

United Nations Conference on the Human Environment

Stoccolma, 5-16 Giugno 1972

Report of the United Nations Conference on the Human Environment

UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1

Conferenza di Rio sull'Ambiente e lo Sviluppo, 1992

United Nations Conference on Environment and Development

Rio de Janeiro, 3-15 Giugno 1992

Report of the United Nations Conference on Environment and Development

UN Doc. A/CONF.151/26/Rev.1

Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo, 2002

International Conference on Financing for Development

Monterrey, 18-22 Marzo 2002

Report of the International Conference on Financing for Development

UN Doc. A/CONF.198/11

Conferenza di Johannesburg sullo Sviluppo Sostenibile, 2002

World Summit on Sustainable Development

Johannesburg, 26 Agosto – 4 Settembre 2002

Report of the World Summit on Sustainable Development

UN Doc. A/CONF.199/20/Corr.1

Seconda Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo, 2008

Follow-up International Conference on Financing for Development to Review the Implementation of the Monterrey Consensus

Doha, 29 Novembre – 2 Dicembre 2008

Report of the Follow-up International Conference on Financing for Development to Review the Implementation of the Monterrey Consensus

UN Doc. A/CONF.212/7

Conferenza di Rio+20, 2012

United Nations Conference on Sustainable Development
Rio de Janeiro, 13-22 Giugno 2012
Report of the United Nations Conference on Sustainable Development
UN Doc. A/CONF.216/16

Terza Conferenza Internazionale sul Finanziamento dello Sviluppo, 2015

Third International Conference on Financing for Development
Addis Abeba, 13-16 Luglio 2015
Report of the third International Conference on Financing for Development
UN Doc. A/CONF.227/20

Vertice delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile, 2015

United Nations Sustainable Development Summit
New York, 25-27 Settembre 2015
UN Doc. A/INF/70/4

VI. Giurisprudenza internazionale

Caso Gabčíkovo-Nagymaros

Corte Internazionale di Giustizia, 1997
Case Concerning the Gabčíkovo-Nagymaros Project (Hungary/Slovakia)
Judgment, 25 Settembre 1997
ICJ Reports 1997, p. 7

Caso Shrimp-Turtle

Organo di Appello dell'Organizzazione Mondiale del Commercio, 1998 e 2001
United States - Import Prohibition of Certain Shrimp and Shrimp Products
Report of the panel, 15 Maggio 1998
Report of the Appellate Body, 12 Ottobre 1998
Report of the Panel, 15 Giugno 2001
Report of the Appellate Body, 22 Ottobre 2001
WT/DS58/

Caso Iron Rhine

Corte Permanente d'Arbitrato, 2005
Arbitration regarding the Iron Rhine ("Ijzeren Rijn") Railway between The Kingdom of Belgium and The Kingdom of the Netherlands
Award of the Arbitral Tribunal, 24 Maggio 2005
UNRIAA XXVII 35

Caso Pulp Mills

Corte Internazionale di Giustizia, 2010
Case Concerning Pulp Mills on the River Uruguay (Argentina v. Uruguay)
Judgment, 20 Aprile 2010
ICJ Reports 2010, p. 14

Appendice II

Elenco degli atti e dei documenti internazionali ed europei maggiormente rilevanti in materia di Finanza sostenibile

I. Principi, raccomandazioni e linee-guida internazionali

OECD Guidelines for Multinational Enterprises, 1976, da ultimo aggiornate nel 2011
Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2017
UN Principles for Responsible Investment, 2006
UN Principles for Responsible Banking, 2012
UN Principles for Positive Impact Finance, 2017
UN Principles for Sustainable Insurance, 2019
UN Global Compact, 2000

II. Atti e documenti del G20

G20, 2016 Hangzhou Summit Communiqué, 2016
G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, Green finance synthesis report 2016, 2016
G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, Green finance synthesis report 2017, 2017
G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, Sustainable finance synthesis report 2018, 2018
G20, G20 Operational Guidelines for Sustainable Financing, 2019
G20, Rome Leaders Declaration, 2021
G20, Roadmap for Sustainable Finance, 2021
G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, Sustainable finance synthesis report 2021, 2021
G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, Sustainable finance synthesis report 2022, 2022

III. Atti e documenti delle Nazioni Unite

A. UNEP

UNEP, UNEP Statement of Commitment by Financial Institutions on Sustainable Development, 1992
UNEP, The Financial System We Need. Aligning Financial System with Sustainable Development, 2015

UNEP, Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development, 2016

UNEP, The Financial System We Need. From Momentum to Transformation, 2016

UNEP, WORLD BANK, Roadmap for a Sustainable Financial System, 2017

UNEP, Making Waves: Aligning the Financial System with Sustainable Development, 2018

B. UNEP - FINANCE INITIATIVE (UNEP FI)

UNEP FI, Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment, “Freshfields Report”, 2005

UNEP FI, Principles for Responsible Investment, 2006

UNEP FI, Fiduciary Responsibility: Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment, 2009

UNEP FI, The Global state of Sustainable Insurance: Understanding and integrating environmental, social and governance factors in insurance, 2009

UNEP FI, Guide to Banking and Sustainability, 2011

UNEP FI, Principles for Responsible Banking, 2012

UNEP FI, Principles for Positive Impact Finance, 2017

UNEP FI, The Principles for Positive Impact Finance. A Common Framework to Finance the Sustainable Development Goals, 2017

UNEP FI, Underwriting environmental, social and governance risks in non-life insurance business, 2018

UNEP FI, Principles for Sustainable Insurance, 2019

UNEP FI, A Legal Framework for Impact: sustainability impact in investor decision-making, 2021

UNEP FI, Guidelines for Climate Target Setting for Banks, 2021

UNEP FI, Recommendations for Credible Net-Zero Commitments from Financial Institutions, 2022

C. UN GLOBAL COMPACT

UN GLOBAL COMPACT, A Framework for Action: Social Enterprise & Impact Investing, 2012

UN GLOBAL COMPACT, A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing, 2016

UN GLOBAL COMPACT, SDG Industry Matrix: Financial Services, 2016

UN GLOBAL COMPACT, Scaling SDG Finance for the Sustainable Development Goals, 2019

UN GLOBAL COMPACT, UNEP, Corporate Finance. A Roadmap to Mainstream SDG Investments, 2019

D. PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI)

- PRI, A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing, 2016
- PRI, Nine priority conditions for a sustainable financial system, 2017
- PRI, Responsible investment strategies in infrastructure, 2018
- PRI, Framework for Responsible Investment in private debt, 2019
- PRI, A practical guide to ESG integration in sovereign debt, 2019
- PRI, ESG incorporation in hedge funds, 2020
- PRI, ESG Integration in Sub-Sovereign Debt, 2021
- PRI, ESG incorporation in securitised products: The challenges ahead, 2021
- PRI, Incorporating climate change in private markets: An investor resource guide, 2022

E. SUSTAINABLE STOCK EXCHANGE INITIATIVE (SSE)

- SSE, Model Guidance on Reporting ESG Information to Investors: A Voluntary Tool For Stock Exchanges to Guide Issuers, 2015
- SSE, Green Finance. What can stock exchange can do?, 2016
- SSE, How Stock Exchanges can Grow Green Finance. A voluntary Action Plan, 2017
- SSE, How securities regulators can support the Sustainable Development Goals. A sharing of experiences, 2018
- SSE, How exchanges can embed sustainability within their operations: A blueprint to advance action, 2019
- SSE, Stock exchange guidance on human rights disclosure, 2021
- SSE, Model Guidance on Climate Disclosure: A template for stock exchanges to guide issuers on TCFD implementation, 2021
- SSE, Action Plan to Make Markets Climate Resilient: How stock exchanges can integrate the TCFD recommendations, 2021
- SSE, How derivatives exchanges can promote sustainable development. An action menu, 2021

F. UNCTAD

- UNCTAD, WORLD FEDERATION OF EXCHANGES, The Role of Stock Exchanges in Fostering Economic Growth and Sustainable Development, 2017
- UNCTAD, Scaling up Finance for the Sustainable Development Goals, 2018
- UNCTAD, Promoting Investment in the Sustainable Development Goals, 2019
- UNCTAD, The rise of the sustainable fund market and its role in financing sustainable development, 2021

IV. Atti e documenti dell'Unione Europea

A. Regolamenti

Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector
EU Doc. PE/87/2019/REV/1
O.J. L 317, 9.12.2019, p. 1-6

Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks
EU Doc. PE/90/2019/REV/1
O.J. L 317, 9.12.2019, pp. 17-27

Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088, EU Doc. PE/20/2020/INIT
O.J. L 198, 22.6.2020, p. 13-43

B. Direttive

Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups
O.J. L 330, 15.11.2014, pp. 1-9

C. Comunicazioni

EUROPEAN COMMISSION, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Capital. “Markets Union - Accelerating Reform”, 14.9.2016
EU Doc. COM/2016/0601 final

EUROPEAN COMMISSION, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. “Action Plan: Financing Sustainable Growth”, 8.3.2018
EU Doc. COM/2018/097 final

EUROPEAN COMMISSION, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Capital. “The European Green Deal”, 11.12.2019
EU Doc. COM/2019/640 final

EUROPEAN COMMISSION, Communication from the Commission. Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information), 5.7.2017
EU Doc. C/2017/4234, O.J. C 215, pp. 1-20

D. Altri documenti

EUROPEAN COMMISSION, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, 21.4.2021
EU Doc. COM(2021) 189 final

EUROPEAN COMMISSION, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council on European green bonds, 6.7.2021
EU Doc. COM/2021/391 final

HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Interim Report*, 2017

HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Final Report*, 2018

TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Report on Benchmarks*, 2019

TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Report on Climate-related Disclosures*, 2019

TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Report on EU Green Bond Standard. TEG Report Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2019

TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Technical annex to the TEG final report on the EU Taxonomy*, 2020

TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *TEG final report on the EU Taxonomy*, 2020

TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Usability guide. EU Green Bond Standard. TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2020

Appendice III
Elenco degli atti e degli *standard* maggiormente rilevanti
in materia di strumenti di debito sostenibile

I. *Standard e guidance* internazionali

A. INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA)

Green Bond Principles, 2022

Social Bond Principles, 2022

Sustainability Bond Guidelines, 2022

Sustainability-Linked Bond Principles, 2022

Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews, 2022

—

Handbook. Harmonised Framework for Impact Reporting for Social Bonds, 2022

Handbook. Harmonised Framework for Impact Reporting, 2022

Green, Social and Sustainability Bonds: A High-Level Mapping to the Sustainable Development Goals, 2022

Guidance Handbook, 2021

Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds' Impact Reporting Databases, 2021

Climate Transition Finance Handbook, 2020

B. CLIMATE BONDS INITIATIVE (CBI)

Climate Bonds Standard. Version 3.0, 2020

Climate Bonds Taxonomy, 2021

—

Climate Bonds Whitepaper. Financing credible transitions. How to ensure the transition label has impact, 2021

Transition finance for transforming companies. Tools to assess companies' transitions and their SLBs, 2021

C. LOAN MARKET ASSOCIATION, ASIA PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION, LOAN SYNDICATIONS AND TRADING ASSOCIATION (LMA-APLMA-LSTA)

Green Loan Principles, 2021

Social Loan Principles, 2021

Sustainability-Linked Loan Principles, 2022

—

Guidance on Green Loan Principles, 2021

Guidance on Social Loan Principles, 2022

Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles, 2022

Guidance for Green, Social, and Sustainability-Linked Loans External Reviews, 2022

II. *Standard e guidance regionali*

A. ASEAN CAPITAL MARKETS FORUM (ACMF)

ASEAN Green Bond Standards, 2017

ASEAN Social Bond Standards, 2018

ASEAN Sustainability Bond Standards, 2018

—

ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance, 2021

ASEAN SDG Bond Toolkit, 2021

B. UNIONE EUROPEA

European Green Bond Standard

COMMISSIONE EUROPEA, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council on European green bonds, 6 Luglio 2021

EU Doc. COM/2021/391

TECHNICAL EXPERT GROUP, TEG Proposal for an EU Green Bond Standard, 2020

TECHNICAL EXPERT GROUP, Usability Guide. TEG Proposal for an EU Green Bond Standard, 2020

III. *Standard, soft-law e regolamentazioni nazionali citate*

AUTORITÉ MAROCAINE DU MARCHÉ DES CAPITAUX
Guide sur les Green Bonds, 2016

BRAZILIAN FEDERATION OF BANKS, BRAZILIAN BUSINESS COUNCIL FOR SUSTAINABLE
DEVELOPMENT
Guidelines for issuing green bonds in Brazil, 2016

CONSEJO CONSULTIVO DE FINANZAS CLIMATICAS (Messico)
The Green Bond Principles MX, 2018

INDONESIA FINANCIAL SERVICES AUTHORITY
Requirements for Green Bonds, 2017

MINISTRY OF THE ENVIRONMENT OF JAPAN
Green Bond Guidelines, 2017

PEOPLE'S BANK OF CHINA
Preparation Instructions on Green Bond Endorsed Project Catalogue, 2015
Green Bond Endorsed Project Catalogue 2015 Edition, 2015
Green Bond Endorsed Project Catalogue 2021 Edition, 2021

SECURITIES COMMISSION MALAYSIA
The Sustainable and Responsible Investment Sukuk Framework, 2015

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OF NIGERIA
Green Bonds Issuance Rules, 2018

IV. *Regolamenti e altri atti dei mercati finanziari citati*

BORSA ITALIANA, Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.P.A deliberato dal Consiglio di Amministrazione del 22 Luglio 2021 e approvato dalla Consob con Delibera N. 22008 del 22 Settembre 2021, 2021

EURONEXT, ESG Bond Declaration Form

LUXEMBOURG GREEN EXCHANGE, FAQ: Bonds on the Luxembourg Green Exchange (LGX)

NASDAQ, Nasdaq Sustainable Bond Criteria, 2021

JOHANNESBURG STOCK EXCHANGE, JSE Debt Listings Requirements, 2021

Bibliografia

ABBOTT K., LEVI-FAUR D., SNIDAL D., *Theorizing regulatory intermediaries: The RIT model*, in *The ANNALS of the American academy of political and social science*, 670(1), 2017

ABBOTT K., SNIDAL D., *Hard and Soft Law in International Governance*, in *International Organization*, 54, 2000

ABBOTT K., SNIDAL D., *International “standards” and international governance*, in *Journal of European Public Policy*, 8(3), 2001

ABBOTT K., SNIDAL D., *International regulation without international government: Improving IO performance through orchestration*, in *The Review of International Organizations*, 5, 2010

ABBOTT K., SNIDAL D., *Strengthening International Regulation Through Transnational New Governance*, in *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, 42, 2009

ABBOTT K., SNIDAL D., *The Governance Triangle: Regulatory Standards Institutions and The Shadow of the State*, in MATTLI W., WOODS N. (eds.), *The Politics of Global Regulation*, Princeton, 2009

ACCONCI P., *La 'green economy' e la realizzazione dei diritti dell'uomo alla base dello sviluppo sostenibile*, in *Diritti umani e diritto internazionale*, 3, 2012

ACCONCI P., *La responsabilità sociale di impresa nel diritto internazionale*, in ID. (ed.), *La responsabilità sociale di impresa in Europa*, Napoli, 2009

ACCONCI P., *The Promotion of Responsible Business Conduct and the New Text of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, in *Journal of World Investment*, 1, 2001

ADINOLFI G., *L'organizzazione mondiale del commercio: profili istituzionali e normativi*, Padova, 2001

ALEXANDER K., DHUMALE R., EATWELL J., *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk*, Oxford, 2005

ALEXANDER K., DHUMALE R., EATWELL J., *The International Legal Framework for International Financial Regulation*, in ID. (eds), *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk*, Oxford, 2005

ALEXANDER K., DHUMALE R., *Research Handbook on International Financial Regulation*, Cheltenham, 2012

ALLEN T., *Transition Bonds. New funding for a greener world*, in *Market 360*, BNP Paribas, 2019

- ANDRIKOPOULOS A., *Delineating Social Finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2019, disponibile alla pagina web <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3510056>
- ASCENSIO H., *Droit international économique*, Paris, 2018
- AVGOULEAS E., *Governance of Global Financial Markets. The Law, the Economics, the Politics*, Cambridge, 2012
- AZHGALIYEVA D., A KAPOOR, Y. LIU, *Green bonds for financing renewable energy and energy efficiency in South-East Asia: a review of policies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(2), 2020
- AZHGALIYEVA D., KAPOOR A., LIU Y., *Green bonds for financing renewable energy and energy efficiency in South-East Asia: a review of policies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(2), 2020
- BAKER K., NOFSINGER J.R., *Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors, and Activists*, Hoboken, 2012
- BAMFORD C., *Principles of International Financial Law*, Oxford, 2011
- BANAHAN C.M., *The Bond Villains of Green Investment: Why an Unregulated Securities Market Needs Government to Lay Down the Law*, in *Vermont Law Review*, 43(4), 2019
- BARKIN J.S., RASHCHUPKINA Y., *Public Goods, Common Pool Resources, and International Law*, in *The American Journal of International Law*, 111(2), 2017
- BARRAL V., DUPUY P.M., *Principle 4: Sustainable Development through Integration*, VIÑUALES J.E. (ed.), *The Rio Declaration on Environment and Development. A Commentary*, Oxford, 2015
- BARRAL V., *Sustainable Development in International Law: Nature and Operation of an Evolutive Legal Norm*, in *The European Journal of International Law* 23(2), 2012
- BARRAL V., *The Principle of Sustainable Development*, in KRAMER L., ORLANDO E. (eds.), *Principles of Environmental Law*, Cheltenham 2018
- BARRIOS VILLARREAL A., *International Standardization and the Agreement on Technical Barriers to Trade*, Cambridge, 2018
- BARTLEY T., *Institutional emergence in an era of globalization: The rise of transnational private regulation of labor and environmental conditions*, in *American Journal of Sociology*, 113(2), 2007
- BARTLEY T., *Transnational governance as the layering of rules: Intersections of public and private standards*, in *Theoretical inquiries in law*, 12(2), 2011
- BARTLEY T., *Transnational Private Regulation in Practice: The Limits of Forest and Labor Standards Certification in Indonesia*, in *Business and Politics*, 12, 2001
- BEISHEIM M., CAMPE S., SCHÄFERHOFF M., *Global governance through public-private partnerships*, in ENDERLEIN H., WÄLTI S., ZÜRN M. (eds.), *Handbook on multi-level governance*, Cheltenham, 2010
- BENEDEK W., DE FEYTER K., KETTEMANN M.C., VOIGT C., *The Common Interest in International Law*, Cambridge, 2014

- BENEDIKTER R., *Social Banking and Social Finance: Answers to the Economic Crisis*, Stanford, 2011
- BERMAN A., R.A. WESSEL, *The International Legal Form and Status of Informal International Lawmaking Bodies: Consequences for Accountability* in PAUWELYN J., WESSEL R.A., WOUTERS J. (eds.) *Informal International Lawmaking*, Oxford, 2012
- BERMAN P.S., *Global Legal Pluralism: A Jurisprudence of Law Beyond Borders*, Cambridge, 2012
- BERMAN P.S., *Towards a Jurisprudence of Hybridity*, in *Utah Law Review*, 11, 2010
- BERRY T.C., JUNKUS J.C., *Socially Responsible Investing: An Investor Perspective*, in *Journal of Business Ethics*, 112, 2013
- BEVIR M., *Governance: A Very Short Introduction*, Oxford, 2012
- BEYERLIN U., *Sustainable Development*, 2013, in R. WOLFRUM (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online ed.)
- BEYERLYN U., MARAHUN T., *International Environmental Law*, Oxford 2011
- BIERMANN F., *Common Concern of Humankind: The Emergence of a New Concept of International Environmental Law*, in *Archiv Des Völkerrechts*, 34(4), 1996
- BIERMANN F., KANIE N., KIM R.E., *Global governance by goal-setting: the novel approach of the UN Sustainable Development Goals*, in *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 26-27, 2017, pp. 26-31
- BIRNIE P., BOYLE A., REDGWELL C., *International Law and the Environment*, IV ed., Oxford, 2021
- BLACK J., *Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a "Post-Regulatory" World*, in *Current Legal Problems*, 54(1), 2009
- BLAIR M.M., WILLIAMS C.A., LIN L.W., *The Roles of Standardization, Certification and Assurance Services in Global Commerce*, in SACCONI L., BLAIR M., FREEMAN R.E., VERCELLI A. (eds.) *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, London, 2011
- BLOOMBERG, *Green Bonds Market Outlook 2014. Blooming with new varieties*
- BODANSKY D., *What's in a Concept? Global Public Goods, International Law, and Legitimacy*, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012
- BÖRZEL T.A., RISSE T., *Public-Private Partnerships: Effective and Legitimate Tools of Transnational Governance?*, in GRANDE E., PAULY L.W., *Complex Sovereignty: Reconstituting Political Authority in the Twenty-First Century*, Toronto, 2017
- BOSELDMANN K., *The Principle of Sustainability. Transforming Law and Governance*, II ed., London, 2016
- BOULDING K.E., *The Economics of the Coming Spaceship Earth*, in JARRETT H. (ed.), *Environmental Quality in a Growing Economy*, Baltimore, 1966

- BOWLING C., E. PIERSON, S. RATTÉ, *The Common Concern of Humankind: A Potential Framework for a New International Legally Binding Instrument on the Conservation and Sustainable Use of Marine Biological Diversity in the High Seas*, Cambridge, 2018
- BOYLE A., CHINKIN C.M., *The Making of International Law*, Oxford, 2007
- BOYLE A., FREESTONE D. (eds.), *International Law and Sustainable Development. Past Achievements and Future Challenges*, Oxford, 1999
- BOYLE A., *Soft Law in International Law Making*, in EVANS M. (ed.) *International Law*, III ed., Oxford, 2010
- BOYLE A., *Some Reflections on the Relationship of Treaties and Soft Law*, in *International & Comparative Law Quarterly*, 48(4), 1999
- BRAITHWAITE J., *Regulatory capitalism: how it works, ideas for making it work better*, Cheltenham, 2008
- BRAZILIAN FEDERATION OF BANKS, BRAZILIAN BUSINESS COUNCIL FOR SUSTAINABLE DEVELOPMENT, *Guidelines for issuing green bonds in Brazil*, 2016
- BREEN S., CAMPBELL C., *Legal Considerations for a Skyrocketing Green Bond Market*, in *Natural Resources & Environment*, 31(3), 2017
- BRÈS L., MENA S., SALLES-DJELIC M.L., *Exploring the formal and informal roles of regulatory intermediaries in transnational multistakeholder regulation*, in *Regulation & Governance*, 13(2), 2019
- BROWN WEISS E. (ed.), *In Fairness to Future Generations: International Law, Common Patrimony and Intergenerational Equity*, New York, 1989
- BRUNDTLAND G.H., *Report of the World Commission on Environment and Development. Our Common Future*, 1987, UN Doc. A/42/427
- BUGG-LEVINE A., EMERSON J., *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*, Hoboken, 2011
- BUTHE T., *Governance through private authority: non-state actors in world politics*, in *Journal of International Affairs*, 58(1), 2004
- BÜTHE T., MATTLI W., *International standards and standard-setting bodies*, in COEN D., WYN G., GRAHAM W. (eds.) *The Oxford Handbook of Business and Government*, Oxford, 2010
- BÜTHE T., *Private regulation in the global economy: a (P) review*, in *Business and Politics*, 12(3), 2010
- BUTHE, T., *Governance through private authority: non-state actors in world politics*, in *Journal of International Affairs*, 58(1), 2004
- CAFAGGI F. (ed.), *Enforcement of Transnational Regulation. Ensuring Compliance in a Global World*, Cheltenham, 2014
- CAFAGGI F., *A Comparative Analysis of Transnational Private Regulation: Legitimacy, Quality, Effectiveness and Enforcement*, EUI Working Papers, 15, 2014

- CAFAGGI F., IAMICELI P., *Supply chains, contractual governance and certification regimes*, in *European Journal of Law and Economics*, 37(1), 2014
- CAFAGGI F., *Introduction: The transformation of transnational private regulation: Enforcement gaps and governance design*, in ID. (ed.), *Enforcement of Transnational Regulation*, Cheltenham, 2013
- CAFAGGI F., *New Foundations of Transnational Private Regulation*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011
- CAFAGGI F., RENDA A., *Public and Private Regulation*, in *The Dovenschmidt Quarterly*, 1(1), 2014
- CAFAGGI F., *The Many Features of Transnational Private Rule-Making: Unexplored Relationships Between Leges Mercatoriae and Leges Regulatoriae*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 36, 2015
- CAFAGGI F., *Transnational Private Regulation and the Production of Global Public Goods and Private “Bads”*, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012
- CALDECOTT B., *Defining transition finance and embedding it in the post-Covid-19 recovery*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12 (3), 2022
- CAMILLERI M.A., *The market for socially responsible investing: a review of the developments*, in *Social Responsibility Journal*, 17(3), 2020
- CAPLAN L., GRISWOLD J.S., JARVIS W.F., *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*, 2013, disponibile online alla pagina <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED559300.pdf>
- CARLARNE C.P., GRAY K.R., TARASOFSKY R. (eds.), *The Oxford Handbook of International Climate Change Law*, Oxford, 2006
- CARREAU D., JUILLIARD P., *Droit international économique*, VI ed., Paris, 2017
- CASINI L., *Domestic Public Authorities within Global Networks: Institutional and Procedural Design, Accountability, and Review*, in PAUWELYN J., WESSEL R.A., WOUTERS J. (eds.) *Informal International Lawmaking*, Oxford, 2012
- CASSESE S., *Administrative Law without the State: The Challenge of Global Regulation*, in *New York University Journal of International Law and Politics*, 27, 2005
- CBI, *2019 Green Bond Market Summary*, 2020
- CBI, *A Climate Bonds discussion paper: Transition Finance for Transforming Companies. Avoiding greenwashing when financing company decarbonisation*, 2021
- CBI, *Bonds and Climate Change. The state of the market in 2016*, 2017
- CBI, *Financing Credible Transitions. How to ensure the transition label has impact*, 2020
- CBI, *Green Bonds. Global State of the Market 2019*, 2020
- CBI, *Scaling up Green Bond Markets for Sustainable Development*, Climate Bonds Initiative and UN Inquiry into the Design of Sustainable Financial Markets, 2015
- CBI, *Sovereign Green Bond Briefing*, 2018

- CBI, *Sovereign Green, Social, and Sustainability Bond Survey. The ultimate power to transform the market*, 2021.
- CBI, *Sustainable Debt Global State of the Market 2021*, 2022
- CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020*, 2021
- CBI, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2021*, 2022
- CBI, *The Role of Exchanges in Accelerating the Growth of the Green Bond Market*, 2017
- CHANG Y., *Green Finance in Singapore: Barriers and Solutions*, in *ADB Working Paper*, 915, 2019
- CHEN Y., ZHAO Z.J., *The rise of green bonds for sustainable finance: global standards and issues with the expanding Chinese market*, in *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 52, 2021
- CHINKIN C.M., *Normative Development in the International Legal System*, in SHELTON D. (ed.), *Commitment and Compliance: The Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000
- CHINKIN C.M., *The Challenge of Soft Law. Development and Change in International Law*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 38(4), 1989
- CLAPP C., KAMLESHAN P., *Green bonds and climate finance*, in MARKANDYA A., GALARRAGA I., RÜBBELKE D. (eds.), *Climate Finance: Theory and Practice*, Singapore, 2017
- COLETON A., FONT BRUCART M., GUTIERREZ P., LE TENNIER F., MOOR C., *Sustainable Finance. Market practices*, in *European Banking Authority Staff Paper Series*, 6, 2020
- COLLIN P.H., *Dictionary of Banking and Finance*, III. ed., New York, 2015
- COLLINS D., *Foundations of International Economic Law*, Leiden, 2019
- CONFORTI B., *Diritto Internazionale*, XI ed., Napoli, 2018
- CORDONIER SEGGER M.C., KHALFAN A., *Sustainable Development Law. Principles, Practices and Prospects*, Oxford, 2004
- CORDONIER SEGGER M.C., WEERAMANTRY C.G. (eds.), *Sustainable Justice. Reconciling Economic, Social and Environmental Law*, Leiden, 2005
- CORDONIER-SEGGER M.C., WEERAMANTRY C.G. (eds.), *Sustainable Development Principles in the Decisions of International Courts and Tribunals 1992–2012*, London-New York, 2017.
- CORNES R., SANDLER T., *The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods*, Cambridge, 1996
- COTTIER T., AERNI P., KARAPINAR B., MATTEOTTI S., DE SÉPIBUS J., SHINGAL A., *The Principle of Common Concern and Climate Change*, in *Archiv Des Völkerrechts*, 52(3), 2014
- COTTIER T., JACKSON J.H., LASTRA R.M., *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, 2012
- COTTIER T., *The Principle of Common Concern of Humankind*, in ID. (ed.), *The Prospects of Common Concern of Humankind in International Law*, Cambridge, 2021

- CROCKETT A., *Lessons from the Asian Crisis*, in BISIGNANO J.R., HUNTER W.C., KAUFMAN G.G. (eds.) *Global Financial Crisis: Lessons from Recent Events*, Norwell, 2000
- CURTIN D., L. SENDEN, *Public accountability of transnational private regulation: chimera or reality?*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011
- CUTLER A.C., HAUFLER V., PORTER T. (eds.), *Private Authority and International Affairs*, New York, 1999
- D. Levi-Flaur (ed.), *The Oxford Handbook of Governance*, Oxford, 2012
- D'ASPREMONT J., AALBERTS T. (eds.), *Symposium on Soft Law*, in *Leiden Journal of International Law*, 25(2), 2012, pp. 309-372
- D'ASPREMONT J., *Formalism and the Sources of International Law*, Oxford, 2011
- DAUGAARD D., *Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review*, in *Accounting & Finance*, 60(2), 2020
- DE BÚRCA G., SCOTT J. (eds.), *Law and new governance in the EU and the US*, Oxford, 2011
- DE LA ORDEN R., DE CALONJE I., *Sustainability-Linked Finance. Mobilizing Capital for Sustainability in Emerging Markets*, in *EMCompass note*, 110, IFC, 2022
- DELIMATIS P. (ed.) *The Law, Economics and Politics of International Standardisation*, Cambridge, 2015
- DELIMATIS P., *Sustainable Finance*, in DELIMATIS P., REINS L. (eds.), *Trade and Environmental Law*, Cheltenham, 2020
- DESCHRYVER P., DE MARIZ F., *What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?*, in *Journal Risk and Financial Management*, 13, 2020
- DIXIT A., *Governance Institutions and Economic Activity*, in *American Economic Review*, 99(1), 2009, pp. 5-24
- DORAN M., J. TANNER, *Critical challenges facing the green bond market*, in *International Financial Law Review*, 2019
- DORONZO R., SIRACUSA V., ANTONELLI S., *Green Bonds: the Sovereign Issuers' Perspective*, in *Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento. Approfondimenti*, 3, Banca d'Italia, 2021
- DUPUY P.M., KEBRAT Y., *Droit international public*, XII ed., Paris, 2014
- DUPUY P.M., *Où en est le droit international de l'environnement à la fin du siècle?*, in *Revue générale de droit international public*, 101(4), 1997
- DUPUY P.M., VIÑUALES J., *International Environmental Law*, II ed., Cambridge, 2018
- DUPUY P.M., VIÑUALES J., *Introduction au droit international de l'environnement*, Paris, 2015
- EHLERS T., F. PACKER, *Green Bond Finance and Certification*, in *Bank of International Settlement Quarterly Review*, September, 2017

- ENDERLEIN H., WÄLTI S., ZÜRN M. (eds.), *Handbook on multi-level governance*, Cheltenham, 2010
- ENDERLEIN H., WÄLTI S., ZÜRN M. (eds.), *Handbook on multi-level governance*, Cheltenham, 2010
- ENEL, *Enel's General Purpose SDG Linked Bond. Context and Principles*, September 2019, 2019
- ENEL, *Sustainability-Linked Financing Framework 2020*. October 2020, 2020
- ESCRIG-OLMEDO E., MUÑOZ-TORRES M., FERNÁNDEZ-IZQUIERDO M.A., *Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies*, in *International Journal of Sustainable Economy*, 2, 2010, pp. 442-461
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Opinion of the European Central Bank of 5 November 2021 on a proposal for a regulation on European green bonds*, 2021, EU Doc. CON/2021/30
- EUROPEAN COMMISSION DIRECTORATE-GENERAL FOR ENVIRONMENT, *Study on the potential of green bond*
- EVANS M. (ed.) *International Law*, III ed., Oxford, 2010
- FALCONE P.M., *Environmental regulation and green investments: the role of green finance*, in *Green Economics*, 14(2), 2020
- FALL P.L., ZAHARAN M.M., *United Nations corporate partnerships: The role and functioning of the Global Compact*, 2010
- FATEMI A.M., FOOLADI I.J., *Sustainable finance: A new paradigm*, in *Global Finance Journal*, 24(2), 2013
- FERRONI M., MODY A. (eds.), *International Public Goods*, Washington, 2002
- FEYEN, UTZ R., ZUCCARDI HUERTAS I., BOGDAN O., MOON J., *Macro-Financial Aspects of Climate Change*, in *Policy Research Working Paper*, 9109, The World Bank, 2020
- FISHER D. (ed.), *Research Handbook on Fundamental Concepts of Environmental Law*, Cheltenham, 2016
- FOCARELLI C., *Diritto internazionale*, VI ed., Padova, 2021
- FOCARELLI C., *Economia globale e diritto internazionale*, Bologna, 2016
- FOIS P. (ed.) *Il principio dello sviluppo sostenibile nel diritto internazionale ad europeo dell'ambiente*, Napoli, 2007
- FRANCIONI F., *International "Soft law": A Contemporary Assessment*, in LOWE V., FITZMAURICE M. (eds), *Fifty Years of the International Court of Justice. Essays in Honour of Sir Robert Jennings*, Cambridge, 1996
- FRANCIONI F., *Sviluppo sostenibile e principi di diritto internazionale dell'ambiente*, in FOIS P. (ed.) *Il principio dello sviluppo sostenibile nel diritto internazionale ad europeo dell'ambiente*, Napoli, 2007
- FRANKLIN A., DAVIES P., DUDEK P., MATHEWS J., WYATT K., *Green Bond Second Party Opinions: Legal and Practice Considerations*, Bloomberg Law, 2020

- FREEBURN L., RAMSAY I., *Green bonds: legal and policy issues*, in *Capital Markets Law Journal*, 15(4), 2020
- FREESTONE D. (ed.), *Sustainable Development and International Environmental Law*, Northampton, 2018
- FRENCH D., *International Law and Policy of Sustainable Development*, Manchester, 2007
- FRENCH D., KOTZÉ L. J., *Sustainable Development Goals. Law, Theory and Implementation*, Cheltenham, 2018
- FRENCH D., *The Global Goals: Formalism Foregone, Contested Legality and “Re-Imaginations of International Law”*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017
- FRENCH D., *Treaty Interpretation and the Incorporation of Extraneous Legal Rules*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 2006
- FULLWILER S.T., *Sustainable Finance. Building a More General Theory of Finance*, in *Global Institute for Sustainable Prosperity Working Paper*, 106, 2015
- G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report 2016*, 2016
- G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP, *Green finance synthesis report 2017*, 2017
- G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, *Background Paper. Developing Sustainable Debt Products for Long-term Institutional Investors*, 2018
- G20 SUSTAINABLE FINANCE STUDY GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2018*, 2018
- G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2021*, 2021
- G20 SUSTAINABLE FINANCE WORKING GROUP, *Sustainable finance synthesis report 2022*, 2022
- GIESE G., LEE L.E., MELAS D., NAGY Z., NISHIKAWA L., *Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance*, in *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 2019
- GIGLIO S., KELLY B., STROEBEL J., *Climate Finance*, in *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), 2021
- GILBERT D.U., RASCHE A., WADDOCK S., *Accountability in a Global Economy: The Emergence of International Accountability Standards*, in *Business Ethics Quarterly*, 21 (1), 2021
- GIOVANOLI M. (ed.), *International Monetary Law. Issues for the New Millennium*, Oxford, 2000
- GIOVANOLI M., DEVOS D. (eds.), *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, Oxford, 2010
- GIUFFRIDA R., *Lo sviluppo sostenibile: i caratteri delle norme internazionali e il loro operare nella risoluzione delle controversie*, in *Studi in onore di Gaetano Arangio Ruiz*, Napoli, 2004
- GOK I.J. (ed.) *Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises*, 2021
- GORTSOS C., *Fundamentals of Public International Financial Law. International Banking law within the system of Public International Financial Law*, Baden-Baden, 2012

- GREEN CITY BONDS COALITION, *How to Issue a Green Muni Bond. The Green Muni Bonds Playbook*, 2018
- GUILD J., *The political and institutional constraints on green finance in Indonesia*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(2), 2017
- GULOTTA C.M., *Etica e globalizzazione: riflessioni sui Principi OCSE del 2011 per le imprese multinazionali e sui Principi ONU in temi di affari e diritti umani*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 26(3), 2012
- GULOTTA C.M., *Responsabilità sociale d'impresa e regole del commercio internazionale*, in CUTILLO M., FAUGNO R., SCOVAZZI T. (eds.), *La responsabilità sociale d'impresa in tema di diritti umani e protezione dell'ambiente. Il caso dell'India*, Milano, 2012
- GUTIÉRREZ M., GUTIÉRREZ G., *Climate Finance: Perspectives on Climate Finance from the Bottom Up*, in *Development*, 62, 2019
- GUTTERMAN A.S., *Sustainable finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2020
- GUZMAN A.T., MEYER T., *International Soft Law*, in *Journal of Legal Analysis*, 2(1), 2010
- HALL R.B., BIERSTEKER T.J. (eds.), *The Emergence of Private Authority in Global Governance*, Cambridge, 2009
- HANDL G., *Sustainable Development. General Rules versus Specific Obligations*, London, 1995
- HARDIN G.J., *The Tragedy of the Commons*, in *Science* 162 (3859), 1968
- HART H.L.A., *The Concept of Law*, New York, 1994
- HERDEGEN M., *International Economic Law*, in WOLFRUM R. (eds.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, online ed.
- HERDEGEN M., *Principles of International Economic Law*, Oxford, 2016
- HESTERMEYER H.P. et al. (ed.), *Coexistence, Cooperation and Solidarity. Liber Amicorum Rüdiger Wolfrum*, Leiden-Boston, 2012
- HEYVAERT V., *Hybrid Norms in International Law*, in *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, 6, 2009
- HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Interim Report*, 2017
- HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Financing a European Economy. Final Report*, 2018
- HILL R.P., AINSCOUGH T., SHANK T., *Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective*, in *Journal of Business Ethics*, 70, 2007
- HÖCHSTÄDTER A.K., SCHECK B., *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*, in *Journal of Business Ethics*, 132(2), 2015
- HONG H., KAROLYI G.A., SCHEINKMAN J.A., *Climate Finance*, in *The Review of Financial Studies*, 33(3), 2020

HORN L., *Globalisation, sustainable development and the common concern of humankind*, in *Macquarie Law Journal*, 7, 2007

HSBC, *Social Bonds*, 2017, disponibile alla pagina web <https://www.gbm.hsbc.com/-/media/gbm/reports/insights/social-bonds.pdf>

IBRD, WORLD BANK, *Green Bond Proceeds Management & Reporting. A World Bank Guide for Green Bond Issuers*, 2018

ICMA, *Bonds to Bridge the Gender Gap: A practitioner's Guide to Using Sustainable Debt for Gender Equality*, 2021

ICMA, *Ensuring the usability of the EU Taxonomy*, 2022

ICMA, *Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies*, 2021

ICMA, *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2020*, 2021

ICMA, *Sustainable bonds based on GBP, SBP, SBG and SLBP in 2021*, 2022

ICMA, *Sustainable finance: Compendium of international policy initiatives & best market practice*, 2020

ICMA, *Sustainable Finance: High-level definitions*, 2020

INDONESIA FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Requirements for Green Bonds*, 2017

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, REPUBLIC OF ECUADOR, *5 Key Points of Ecuador's Sovereign Social Bonds*, 2020

INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANT (IFAC), *Navigating the Sustainable Debt Market: Enhancing Credibility in an Evolving Market. An Introduction to The Trends, Challenges, Opportunities, and Current Practices Related to Sustainable Debt Instruments*, 2022

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), *Emerging Market Green Bonds Report 2019. Momentum Builds as Nascent Markets Grow*, 2019

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), *Green Finance: a Bottom-Up Approach to Track Existing Flows International Finance Corporation*, 2017

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), *Guidance for Sovereign Green Bond Issuers*, 2018

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), *Guidelines for Blue Finance Guidance for financing the Blue Economy, building on the Green Bond Principles and the Green Loan Principles*, 2022

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), *Mobilizing Private Climate Finance. Green Bonds and Beyond*, 2016

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), *Social Bonds Can Help Mitigate the Economic and Social Effects of the COVID-19 Crisis*, 2020

INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION (ILO), *Declaration of the International Labour Organisation on Fundamental Principles and Rights at Work*, 1998, modificata nel 2022

INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION (ILA), *ILA New Delhi Declaration of Principles of International Law Relating to Sustainable Development*, 2002, UN Doc. A/CONF.199/8

INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION (ILA), *Risoluzione n. 7/2012, Committee on International Law on Sustainable Development*

INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION (ILA), *Sofia Conference (2012) International Law on Sustainable Development. Final Report*, 2012

INTERNATIONAL LAW COMMISSION (ILC), *Fragmentation of International Law: Difficulties Arising From The Diversification And Expansion Of International Law. Report of the Study Group of the International Law Commission, finalized by Mr. Martti Koskenniemi*, 2006, UN Doc. A/CN.4/L.682 and Add.1

INTERNATIONAL LAW COMMISSION (ILC), *Third report on general principles of law by Marcelo Vázquez-Bermúdez, Special Rapporteur*, 2022, UN Doc. A/CN.4/753

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), *Global Financial Stability Report. Lower for Longer*, 2019

INTERNATIONAL MONETARY FUND, WORLD BANK, *From Billions to Trillions: Transforming Development Finance. Post-2015 Financing for Development: Multilateral Development Finance*, 2015

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management, Report of the Board of IOSCO*, 2021

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO, Report of the Board of IOSCO*, 2020

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators, Report of the IOSCO Growth and Emerging Market Committee*, 2020

INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE (IPFS), *Annual Report 2020*

INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE (IPFS), *Annual Report 2021*.

INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE (IPFS), *Joint statement on the International platform on sustainable finance*, 18 October 2019.

INTERNATIONAL PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE ON COMMON GROUND TAXONOMY, *Instruction report*, 2021

INTERNATIONAL TASK FORCE ON GLOBAL PUBLIC GOODS, *Meeting Global Challenges: International Cooperation in the National Interest*, New York, 2006

INTERNATIONAL UNION FOR THE CONSERVATION OF NATURE, *World conservation Strategy. Living Resource Conservation for Sustainable Development*, 1980

JACKSON J.H., WILLIAM D.J., *Legal Problems of International Economic Relations: Cases Materials and Text on the National and International Regulation of Transnational Economic Relations*, St. Paul, 1986

JESSUP P., *Transnational Law*, Yale, 1956

- JOERGES C., PETERSMANN E.U. (eds.), *Constitutionalism, Multilevel Trade Governance and International Economic Law*, 2011
- JONES R., BAKER T., MURPHY L., LEWIS N., *Treating ecological deficit with debt: The practical and political concerns with green bonds*, in *Geoforum*, 114, 2020
- JORDANA J., LEVI-FAUR D., *The politics of regulation: Institutions and regulatory reforms for the age of governance*, Cheltenham, 2005
- JOYNER C.C., *International law in the 21st century: rules for global governance*, New York, 2005
- JURČYS P., P.F. KJAER, R. YATSUNAMI (eds.), *Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere*, Leiden-Boston, 2012
- JÜRGEN F., *Code of conducts*, 2009, in R. WOLFRUM, *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, online ed.
- JÜRGEN F., *Environment, Private Standard-Setting*, 2009, in R. WOLFRUM, *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, online ed.
- KANIE N., BIERMANN F. (eds.) *Governing through Goals: Sustainable Development Goals as Governance Innovation*, Cambridge, 2017
- KARL-HEINZ L., *Theory of Governance*, 2021, in R. WOLFRUM (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, online ed.
- KAUL I. (ed.), *Providing Global Public Goods: Managing Globalization*, New York, 2003
- KAUL I., CONCEIÇÃO P. (eds.), *The New Public Finance: Responding to Global Challenges*, New York, 2006
- KAUL I., GRUNBERG I., STERN M. (eds.), *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, New York, 1999
- KAWABATA T., *Private governance schemes for green bond standard: influence on public authorities' policy making*, in *Green Finance*, 2(1), 2020, pp. 35-54
- KENNETTE B., *Global Governance*, in WRIGHT J.D. (ed.), *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, II ed., 2015
- KIM R.E., *The Nexus between International Law and the Sustainable Development Goals*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 25(1), 2016
- KINGSBURY B., *Global Administrative Law*, in R. WOLFRUM (ed.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, online ed.
- KINGSBURY B., *Global Hybrid and Private Governance: Standard-Setting, Market Regulation, and Institutional Design*, Oxford, 2020
- KINGSBURY B., KRISCH N., STEWART R., *The Emergence of Global Administrative Law*, in *Law and Contemporary Problems*, 65, 2005
- KIRTON J.J., TREBILCOCK M.J. (eds.), *Hard Choices, Soft Law. Voluntary Standards in Global Trade, Environment, and Social Governance*, Aldershot, 2004

- KLABBERS J., PIIPARINEN T. (eds.), *Normative Pluralism and International Law: Exploring Global Governance*, Cambridge, 2013
- KOH H.H., *Why Transnational Law Matters*, in *Penn State International Law Review*, 24, 2006
- KORNHAUSER L.A., *Governance Structures, Legal Systems, and the Concept of Law*, in *Chicago Kentucky Law Review*, 70, 2004
- KOSKENNIEMI M., *Global Governance and Public International Law*, in *Kritische Justiz*, 37(3), 2004
- KRAMER L., ORLANDO E. (eds.), *Principles of Environmental Law*, Cheltenham, 2018
- KRATOCHWIL F.V., *Rules, Norms, and Decisions: On the Conditions of Practical and Legal Reasoning in International Relations and Domestic Affairs*, Cambridge, 1989
- KRISCH N., B. KINGSBURY, *Introduction: global governance and global administrative law in the international legal order*, in *European journal of international law*, 17(1), 2006
- KRISCH N., *Global Administrative Law and the Constitutional Ambition*, in DOBNER P., LOUGHLIN M. (eds.), *The Twilight of Constitutionalism?*, Oxford, 2010, pp. 245–66
- KRISCH N., KINGSBURY B., *Introduction: Global Governance and Global Administrative Law in the International Legal Order*, in *European Journal of International Law*, 17(1), 2006, pp. 1-13
- KRISCH N., *The Decay of Consent: International Law in an Age of Global Public Goods*, in *American Journal of International Law*, 108(1), 2014
- KU C., *Global Governance and the Changing Face of International Law*, New Haven, 2001
- KUMAR S., SHARMA D., RAO S., LIM W.M., MANGLA S.M., *Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research*, in *Annals of Operation Research*, 2022
- LADEUR K.H., *The Emergence of Global Administrative Law and the Evolution of General Administrative Law*, in *Osgoode CLPE Research Paper*, 16, 2011
- LANG W. (ed.) *Sustainable Development and International Law*, London, 1995
- LANNOO K., THOMADAKIS A., *Derivatives in Sustainable Finance*, CEPSE-CMI Study, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2020
- LASTRA R.M., *International Monetary and Financial Law*, III ed., Oxford, 2015
- LEHMANN A., *The EU green bond standard: sensible implementation could define a new asset class*, in *Bruegel-Blogs*, 2021
- LEKKAS S.I., *The Hybridity of International Lawmaking: Impressions and Afterthoughts from the ESIL 2021 Stockholm Conference*, in *European Journal of International Law*, 32(4), 2021
- LEVI-FAUR D. (ed.), *Handbook on the Politics of Regulation*, Cheltenham, 2011
- LEVI-FAUR D., *Regulation and regulatory governance*, in ID. (ed.), *Handbook on the Politics of Regulation*, Cheltenham, 2011

- LEVI-FAUR D., *The global diffusion of regulatory capitalism*, in *The annals of the American academy of political and social science*, 598(1), 2005
- LEVI-FAUR D., *The global diffusion of regulatory capitalism*, in *The annals of the American academy of political and social science*, 598(1), 2005
- LIGUSTRO A., SACERDOTI G., *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia. Liber amicorum in onore di Paolo Picone*, Napoli, 2011
- LILLIEROTH S., LILLIEROTH H., *Accelerating Green Bond Market Growth: The role of the EU Taxonomy and the EU Green Bond Standard*, 2021
- LINCIANO N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI E., MOLLO G., NOCELLA S., SANTAMARIA R., TAVERNA M., *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, in CONSOB, *Finanza sostenibile*, 1, 2021
- LONG D., WOOLLEY F., *Global Public Goods: Critique of a UN Discourse*, in *Global Governance*, 15(1), 2009
- LOTHIAN S., *Forget Me Not: Revisiting the Common Concern of Humankind Concept in the BBNJ Context*, in *Environmental and Planning Law Journal*, 38(3), 2021
- LOWE V., *Sustainable Development and Unsustainable Arguments*, in BOYLE A., FREESTONE D. (eds.), *International Law and Sustainable Development. Past Achievements and Future Challenges*, Oxford, 1999
- LOWENFELD A.F., *International Economic Law*, II ed., Oxford, 2008
- MACDONALD J., JOHNSTON D.M. (eds.), *The Structure and Process of International Law*, Leiden, 1983
- MACDONALD J., JOHNSTON D.M. (eds.), *The Structure and Process of International Law*, Leiden, 1983
- MALAGUTI C.M., *Crisi dei mercati e diritto internazionale*, Milano, 2003
- MARCHETTI J.A., *Technical standard-setting in the financial sector*, in DELIMATSI P. (ed.) *The Law, Economics and Politics of International Standardisation*, Cambridge, 2015
- MARCOS S., CASTRILLO M.J., *Sustainable Finance in Europe: The EU Taxonomy and Green Bond Standard*, in GOK I.J. (ed.) *Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises*, 2021
- MARKANDYA A., GALARRAGA I., RÜBBELKE D. (eds.), *Climate Finance: Theory and Practice*, Singapore, 2017
- MARKANDYA A., GALARRAGA I., RÜBBELKE D. (eds.), *Climate Finance: Theory and Practice*, 2017
- MARRELLA F., *La nuova Lex mercatoria: principi Unidroit ed usi dei contratti del commercio internazionale*, Padova, 2003
- MATTLI W., WOODS N. (eds.), *The Politics of Global Regulation*, Princeton, 2009

- MCALLISTER L.K., *Harnessing private regulation*, in *Michigan Journal of Environmental & Administrative Law*, 3(2), 2014
- MCGOLDRICK D., *Sustainable Development and Human Rights: an Integrated Conception*, in *International and Comparative Law Quarterly*, 1996
- MEADOWS D.H., MEADOWS D. L., RANDERS J., BEHRENS III W.W., *Limits to Growth*, New York, 1972
- MEIDINGER E., *Beyond Westphalia: Competitive Legalization in Emerging Transnational Regulatory Systems*, New York, 2012
- MIGLIORELLI M., DESSERTINE P., *The Rise of Green Finance in Europe. Opportunities and Challenges for Issuers, Investors and Marketplaces*, Cham, 2019
- MIGLIORELLI M., *What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks*, in *Sustainability*, 13, 2021
- MONTINI M., *L'interazione tra gli SDGs ed il principio dello sviluppo sostenibile*, in *federalismi.it*, 2019
- MONTINI M., *The Principle of integration*, in FAURE M. (ed.), *Elgar Encyclopedia of Environmental Law*, Northampton, 2014
- MORRISON J., N. ROHT-ARRIAZA, *Private and Quasi-Private Standard Setting*, in BODANSKY D., BRUNNÉE J., HEY E. (eds), *The Oxford Handbook of International Environmental Law*, Oxford, 2007, pp. 498-527
- NASSER S.H., *Sources and Norm of International Law. A Study on Soft Law*, Madison, 2008
- NAZIONI UNITE, *Report of the Inter-agency task Force on Financing for Development. Financing for Sustainable Development Report 2022. Bridging the Finance Divide*, 2022
- NAZIONI UNITE, *Trends in Private Sector Climate Finance. Report Prepared by The Climate Change Support Team of the United Nations Secretary-General on the Progress Made Since the 2014 Climate Summit*, 2015
- NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM (NGFS), *First comprehensive report. A call for action. Climate change as a source of financial risk*, 2019
- NITI CONSULTING, *Social Success Note. Playbook. A blended finance tool for social impact*, 2020
- NOWROT K., *Global Governance and International Law*, Wittenberg, 2004
- NYE J.S., KEOHANE R.O., *Transnational Relations and World Politics: An Introduction*, in *International Organization*, 25(3), 1971
- OCHE A., *Comparative analysis of green bond regimes in Nigeria and China*, in *Journal of Sustainable Development Law and Policy*, 11(1), 2020
- OECD, *A quantitative framework for analysing potential bond contributions in a low-carbon transition*, 2017
- OECD, *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations*, 2021

- OECD, *ESG Investing: Environmental Pillar Scoring and Reporting*, 2020
- OECD, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, 2020
- OECD, *ESG ratings and climate transition. An assessment of the alignment of E pillar scores and metrics*, 2022
- OECD, *Financial Markets and Climate Transition: Opportunities, Challenges and Policy Implications*, 2021
- OECD, *Green bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition*, 2015
- OECD, ICMA, CBI, *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options*, 2016
- OECD, *Investing in Climate, Investing in Growth*, 2017
- OECD, *Making Blended Finance Work for the Sustainable Development Goals*, 2018
- OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, Green Finance and Investment*, 2017
- OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2021*, 2021
- OECD, *Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries*, Paris, 2021
- OECD, *Understanding Social Impact Bonds*, Working Paper, 2016
- OLSON M., *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge, 1965
- OXFORD ANALYTICA, *Transition bonds market will grow from slow start*, 2021
- PARIKH P.S., *Harnessing Consumer Power: Using Certification Systems to Promote Good Governance*, in *Environmental Law Reporter - News and Analysis*, 34, 2014
- PARK S.K., BERGER-WALLISER G., *A Firm-Driven Approach to Global Governance and Sustainability*, in *American Business Law Journal*, 52(2), 2015
- PARK S.K., *Green Bonds and Beyond: Debt Financing as a Sustainability Driver*, in *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, 46, 2019
- PARK S.K., *Investors as regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 54(1), 2018
- PARK S.K., *Social Bonds for Sustainable Development: A Human Rights Perspective on Impact Investing*, in *Business and Human Rights Journal*, 3(2), 2018
- PATEL S., *Climate Finance: Engaging the Private Sector*, World Bank, Washington, 2010
- PAUWELYN J., *Informal International Lawmaking: Framing the Concept and Research Questions*, in PAUWELYN J., WESSEL R.A., WOUTERS J. (eds.), *Informal International Lawmaking*, Oxford, 2012
- PAUWELYN J., WESSEL R.A., WOUTERS J. (eds.) *Informal International Lawmaking*, Oxford, 2012

- PAUWELYN J., WESSEL R.A., WOUTERS J., *The Exercise of Public Authority through Informal International Law-Making: an Accountability Issue?*, in *Jean Monnet Working Paper*, 06(11), 2011
- PAUWELYN J., WESSEL R.A., WOUTERS J., *The Stagnation of International Law*, in *Leuven Centre for Global Governance Studies Working Paper*, 97, 2012
- PERONI G., *Crisi e ricerca della stabilità economica nella prospettiva di un nuovo ordine economico internazionale orientato allo sviluppo sostenibile*, in *Il Diritto Dell'Economia*, 66(3), 2020
- PERONI G., *Stabilità economica e sostenibilità*, Milano, 2020
- PERSSON A., WEITZ N., NILSSON M., *Follow-up and review of the Sustainable Development Goals: alignment vs. internalization*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 25(1), 2016
- PETERS A., KOECHLIN L., FÖRSTER T. (eds.), *Non-State Actors as Standard Setters*, Cambridge, 2010
- PETERS A., *The refinement of international law: From fragmentation to regime interaction and politicization*, in *International Journal of Constitutional Law*, 15(3), 2017
- PETERSMANN E.U., *International Economic law in the 21st Century. Constitutional Pluralism and Multilevel Governance of Interdependent Public Goods*, Oxford, 2012
- PETERSMANN E.U., *International Economic Theory and International Economic Law - On the need of a legal theory of international economic order*, in MACDONALD J., JOHNSTON D.M. (eds.), *The Structure and Process of International Law*, Leiden, 1983
- PETERSMANN E.U., *Narrating 'international economic law': methodological pluralism and its constitutional limits*, in *Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht*, 74(4), 2014
- PETERSMANN E.U., *The Future of International Economic Law: A Research Agenda*, in JOERGES C., PETERSMANN E.U. (eds.), *Constitutionalism, Multilevel Trade Governance and International Economic Law*, 2011
- PICONE P., *Comunità internazionale e obblighi erga omnes: studi critici di diritto internazionale*, Napoli, 2006
- PICONE P., *Gli obblighi erga omnes tra passato e futuro*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2015, pp. 1081-1108
- PICONE P., LIGUSTRO A. (eds.), *Diritto dell'organizzazione mondiale del commercio*, Padova, 2002
- PICONE P., SACERDOTI G. (eds.), *Diritto internazionale dell'economia*, Milano, 1982
- PLAINE D.J., *The OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, in *The International Lawyer*, 11(2), 1977
- POSNER E.A., *Erga Omnes Norms, Institutionalization, and Constitutionalism in International Law*, in *John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper*, 419, 2008
- PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI), *A blueprint for responsible investment*, 2017

- PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI), *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*, 2016.
- QURESHI A.H., ZIEGLER A.R., *International Economic Law*, III ed., London, 2011
- R. WOLFRUM (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online ed.)
- RAGAZZI M., *The Concept of International Obligations Erga Omnes*, Oxford, 2000
- RAJAMANI L., PEEL J. (eds.), *The Oxford Handbook of International Environmental Law*, Oxford, 2019
- RIETER E., DE WAELE H. (eds), *Evolving Principles of International Law. Studies in Honour of Karel C. Wellens*, Leiden-Boston, 2012
- RIZZI F., PELLEGRINI C., BATTAGLIA M., *The structuring of social finance: Emerging approaches for supporting environmentally and socially impactful projects*, in *Journal of Cleaner Production*, 170, 2018
- ROBALINO-ORELLANA J., RODRIGUEZ-ARANA MUÑOZ J. (eds.) *Global Administrative Law: Towards a Lex Administrativa*, London, 2010
- ROBERTS T.M., *Innovations in Governance: A Functional Typology of Private Governance Institutions*, New York, 2011
- ROBERTS T.M., *The Rise of Rule Four Institutions: Voluntary Standards, Certification and Labeling Systems*, in *SSRN Electronic Journal*, 2011
- ROBINSON M., *The microfinance revolution: Sustainable finance for the poor*, World Bank, Washington, 2001
- ROOTS OF IMPACT, SWISS AGENCY FOR DEVELOPMENT AND COOPERATION, *Social Impact Incentives (SIINC). Enabling High-Impact Social Enterprises to Improve Profitability and Reach Scale. White Paper*, 2016
- ROSE P., *Certifying the 'Climate' in Climate Bonds*, in *Capital Markets Law Journal*, 14, 2018
- ROSE P., *Debt for Climate: Green Bonds and Other Instruments*, in *Ohio State Legal Studies Research Paper*, 595, 2021
- ROSENAU J.N., CZEMPIEL E.O. (eds.) *Governance without Government: Order and Change in World Politics*, Cambridge, 1992
- ROTH-ARRIAZA N., 'Soft Law' in a 'Hybrid' Organization: *The International Organization for Standardization*, in D. SHELTON (ed.), *Commitment and Compliance: The Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000
- SACCOMANNI F., *Introduzione alla nuova architettura del sistema monetario internazionale*, in PREDIERI A., SAVONA P. (eds), *La nuova architettura del sistema monetario internazionale. Contenuti economici e aspetti giuridici*, Torino, 2001
- SACCONI L., BLAIR M. , FREEMAN R.E., VERCELLI A. (eds.) *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, London, 2011
- SACCONI L., S. OTTONE (ed.), *Beni comuni e cooperazione*, Bologna, 2015

- SACERDOTI G., *Lineamenti di diritto internazionale dell'economia*, in P. PICONE, G. SACERDOTI (eds.), *Diritto internazionale dell'economia*, Milano, 1982
- SACHS J.D., WOO W.T., YOSHINO N., TAGHIZADEH-HESARY F., *Handbook of Green Finance. Energy Security and Sustainable Development*, Singapore, 2019
- SAKAI A., FU C., ROCH F., WIRIADINATA U., *Sovereign Climate Debt Instruments. An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets*, IMF Staff Climate Note 2022/004, International Monetary Fund, 2022
- SALERNO F., *Diritto internazionale. Principi e norme*, VI ed., Padova, 2021
- SALLES-DJELIC M.L., SAHLIN-ANDERSSON K. (eds.), *Transnational Governance: Institutional Dynamics of Regulation*, Cambridge, 2006
- SALWAY M., *Demystifying Social Finance and Social Investment*, London-New York, 2021.
- SAMUELSON P., *The Pure Theory of Public Expenditure*, in *Review Economics and Statistics*, 36, 1954
- SANDS P., *International Law in the field of Sustainable Development*, in *British Yearbook of International Law*, 65 (1), 1994
- SANDS P., PEEL J., FABRA A., MACKENZIE R., *Principles of International Environmental Law*, IV ed., Cambridge, 2018
- SANTNER A.L., *A Soft Law Mechanism for Corporate Responsibility: How the Updated OECD Guidelines for Multinational Enterprises Promote Business for the Future*, in *George Washington International Law Review*, 43(1), 2011
- SBN, IFC, CBI, *Creating Green Bond Markets. Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets*, 2018
- SCHÄFERHOFF M., CAMPE S., KAAAN C., *Transnational public-private partnerships in international relations: Making sense of concepts, research frameworks, and results*, in *International Studies Review*, 11(3), 2009
- SHELTEMA M.W., *Assessing effectiveness of international private regulation in the CSR arena*, in *Richmond Journal of Global Law & Business*, 13, 2014
- SCHPEL H., *Rules of Recognition: A Legal Constructivist Approach to Transnational Private Regulation*, in WATT H.M., FERNÁNDEZ ARROYO D.P. (eds.) *Private International Law and Global Governance*, Oxford, 2014
- SCHMITTMANN J.M., TENG C.H., *How Green are Green Debt Issuers?*, in *IMF Working Paper*, 20(194), 2021
- SCHOENMAKER D., *Investing for the common good: a sustainable finance framework*, Bruegel, 2017
- SCHOENMAKER D., SCHRAMADE W., *A framework for sustainable finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2019
- SCHOLTZ W., BARNARD M., *The Environment and the Sustainable Development Goals: 'We are on a Road to Nowhere'*, in FRENCH D., KOTZÉ L.J., *Sustainable Development Goals. Law, Theory and Implementation*, Cheltenham, 2018

- SCHRIJVER N., *The Evolution of Sustainable Development in International Law. Inception, Meaning and Status*, in *Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, 329, 2008
- SCHRIJVER N., WEISS F. (eds.), *International Law and Sustainable Development. Principles and Practice*, Leiden, 2004
- SCHWARZ P., *Sustainable Development in International Law*, in *Non-State Actors and International Law*, 5(2), 2005
- SCHWARZENBERGER G., *The principles and standards of International Economic Law*, in *Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, Den Haag, 1966
- SCOTT C., CAFAGGI F., SENDEN L., *The conceptual and constitutional challenge of transnational private regulation*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011
- SCOTT C., *Regulation in the Age of Governance: The Rise of the Post-Regulatory State*, in J. JORDANA, LEVI-FAUR D., *The politics of regulation: Institutions and regulatory reforms for the age of governance*, Cheltenham, 2005
- SCOTT C., *Social Responsibility Resolutions*, in *Journal of Corporation Law*, 43, 2018
- SEIDL-HOHENVELDERN I., *International Economic Law*, II ed., Boston, 1992
- SHAFFER G., COYE C., *From International Law to Jessup's Transnational Law, from Transnational Law to Transnational Legal Orders*, in *UC Irvine School of Law Research Paper Series*, 2017
- SHAFFER G., *International Law and Global Public Goods in a Legal Pluralist World*, in *European Journal of International Law*, 23(3), 2012
- SHAFFER G., POLLACKT M.A., *Hard vs. Soft Law: Alternatives, Complements, and Antagonists in International Governance*, in *Minnesota Law Review*, (94), 2010
- SHAFFER G., *Theorizing Transnational Legal Ordering*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 12(1), 2016
- SHAFFER G., *Transnational legal process and state change*, in *Law & Social Inquiry*, 37(2), 2013
- SHELTON D. (ed.), *Commitment and Compliance: The Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000
- SHELTON D.L. (ed.) *Commitment and Compliance: The Role of Non-binding Norms in the International Legal System*, Oxford, 2000
- SHELTON D.L., *Common Concern of Humanity*, in *Environmental Law and Policy*, 39/2, 2009
- SHELTON D.L., *Soft Law*, in *GWU Law School Public Law Research Paper*, 322, 2007
- SHI Y., *Revisiting the Bonds-Driven Green Transition*, in *Bond Monthly*, April, 2022
- SHONHOLTZ R., *Impact Investing for Sustainable Development: A New Framework for Providing U.S. Foreign Development*, Partners for Democratic Change, 2009
- SHRIMALI G., T. HELLER, *A Note on Transition Bond and Finance*, in T. HELLER, A. SEIGER (ed.), *Settling Climate Accounts. Navigating the Road to Net Zero*, Cham, 2021

- SHRIMALI G., *Transition Bond Frameworks: Goals, Issues, and Guiding Principles*, in *The Journal of Impact and ESG Investing*, 2(4), 2022
- SISWANTORO D., *Climate change concerns: the need for standardization of a second opinion on green bonds*, in *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 200(1), 2018
- SOLTAU, *Common Concern of Humankind*, in C.P. CARLARNE, K.R. GRAY, R. TARASOFSKY (eds.), *The Oxford Handbook of International Climate Change Law*, Oxford, 2006
- SSE, *Green Finance. What can stock exchange can do?*, 2016
- SSE, *How derivatives exchanges can promote sustainable development. An action menu*, 2021
- SSE, *How securities regulators can support the Sustainable Development Goals. A sharing of experiences*, 2018
- SSE, *How Stock Exchanges can Grow Green Finance. A voluntary Action Plan*, 2018
- STEWART R.B., KINGSBURY B., RUDYK B. (eds.), *Climate Finance: Regulatory and Funding Strategies for Climate Change and Global Development*, New York, 2009
- SUSTAINABLE BANKING NETWORK, *Creating Green Bond Markets. Insights, Innovations, and Tools from Emerging Markets*, 2018
- TALBOT K.M., *What Does Green Really Mean: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market*, in *Villanova Environmental Law Journal*, 28(1), 2017
- TANZI A., *Introduzione al diritto internazionale contemporaneo*, V ed., Padova, 2016
- TCFD, *Final Report. Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, 2017
- TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Report on Benchmarks*, 2019
- TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Report on Climate-related Disclosures*, 2019
- TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Report on EU Green Bond Standard. TEG Report Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2019
- TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Technical annex to the TEG final report on the EU Taxonomy*, 2020
- TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *TEG final report on the EU Taxonomy*, 2020
- TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Usability guide. EU Green Bond Standard. TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*, 2020
- TEG, *Report on EU Green Bond Standard. TEG Report. Proposal For an EU Green Bond Standard*
- TEG, *Usability Guide EU Green Bond Standard. Usability Guide. TEG Proposal for an EU Green Bond Standard*

- THÜRER, *Soft Law*, in R. WOLFRUM (ed.) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edn)
- TIETJE, LEHMANN M., *The Role and Prospects of International Law in Financial Regulation and Supervision*, in COTTIER T., JACKSON J.H, LASTRA R.M. (eds.) *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, Oxford, 2012
- TOMUSCHAT, THOUVENIN J. (eds.), *The Fundamental Rules of the International Legal Order: Jus cogens and Obligations Erga omnes*, Leiden, 2005
- TRACHTMAN J.P., *The International Economic Law Revolution*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 17(1), 1996
- TRANSITION FINANCE STUDY GROUP, *Transition Finance Guidance (final version)*, 2020
- TRUBEK D.M., COTTRELL M.P., NANCE M., ‘Soft Law’, ‘Hard Law’, and European Integration: *Toward a Theory of Hybridity*, in *University of Wisconsin Legal Studies Research Paper*, 1002, 2005
- UNCTAD, *World Investment Report. International tax reforms and sustainable investment*, 2022
- UNEP FI, *A Legal Framework for Impact: sustainability impact in investor decision-making*, 2021
- UNEP FI, *Fiduciary Responsibility: Legal and practical aspects of integrating environmental, social and governance issues into institutional investment*, 2009
- UNEP FI, *Guide to Banking and Sustainability*, 2011
- UNEP FI, *Guidelines for Climate Target Setting for Banks*, 2021
- UNEP FI, *Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, anche conosciuta come “Freshfields Report”, 2005;
- UNEP FI, *Recommendations for Credible Net-Zero Commitments from Financial Institutions*
- UNEP FI, *The Global state of Sustainable Insurance: Understanding and integrating environmental, social and governance factors in insurance*, 2009
- UNEP FI, *The Principles for Positive Impact Finance. A Common Framework to Finance the Sustainable Development Goals*, 2017
- UNEP FI, *Underwriting environmental, social and governance risks in non-life insurance business*, 2018
- UNEP, CBI, *Scaling Up Green Bond Markets for Sustainable Development: An Executive Briefing For The Public Sector To Stimulate Private Sector Market Development For Green Bonds*, 2015
- UNEP, CBI, WB, *Scaling Up Green Bond Markets For Sustainable Development: A Strategic Guide For The Public Sector To Stimulate Private Sector Market Development For Green Bonds. Consultation Paper*, 2015
- UNEP, *Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*, 2016
- UNEP, *The Financial System We Need. Aligning Financial System with Sustainable Development*, 2015

- UNEP, *The Financial System We Need. From Momentum to Transformation*, 2016
- UNEP, WORLD BANK, *Roadmap for a Sustainable Financial System*, 2017
- VANDERBERGH M.P., GILLIGAN J.M., *Beyond Gridlock*, in *Columbia Journal of Environmental Law*, 40(2), 2015
- VENTURINI G. (ed.), *L'Organizzazione mondiale del commercio*, II ed., Milano, 2004
- VERBRUGGEN P., *Gorillas in the closet? Public and private actors in the enforcement of transnational private regulation*, in *Regulation & Governance* 7(4), 2013
- VERBRUGGEN, SCHMIDT R., *The Role of Certification in the Enforcement of Transnational Private Regulation*, in *SSRN Electronic Journal*, 2012
- VERSCHUUREN J., *Sustainable development and the nature of environmental legal principles*, in *Potchefstroom Electronic Law Journal*, 9(1), 2017
- VERSCHUUREN J., *The growing significance of the principle of sustainable development as a legal norm*, in D. FISHER (ed.), *Research Handbook on Fundamental Concepts of Environmental Law*, Cheltenham, 2016
- VIGEO-EIRIS, *Second Party Opinion on Enel' Sustainability-Linked Financing Framework*, 2020
- VIÑUALES J.E. (ed.) *The Rio Declaration on Environment and Development. A Commentary*, Oxford, 2015
- VIÑUALES J.E., *Sustainable Development in International Law*, in RAJAMANI L., PEEL J. (eds.), *The Oxford Handbook of International Environmental Law*, Oxford, 2019
- VITERBO A., *Fondo monetario internazionale e Banca mondiale*, in COMBA A. (ed.), *Neoliberalismo e global economic governance: sviluppi istituzionali e nuovi strumenti*, Torino, 2013
- VOGEL C., *Private global business regulation*, in *Annual Review of Political Science*, 11, 2008
- VOIGT C., *Rule of Law for Nature. New Dimensions and Ideas in Environmental Law*, Cambridge, 2013
- VOIGT C., *Sustainable Development as a Principle of International Law Sustainable Development as a Principle of International Law. Resolving Conflicts between Climate Measures and WTO Law*, Leiden, 2009
- VON BOGDANDY A., DANN O., GOLDMANN M., *Developing the Publicness of Public International Law: Towards a Legal Framework for Global Governance Activities*, in *German Law Journal*, 9(11), 2008
- VON BOGDANDY A., WOLFRUM R., VON BERNSTORFF J., DANN P., GOLDMANN M. (eds.) *The Exercise of Public Authority by International Institutions*, Heidelberg, 2010
- WANG E.K., *Financing Green: Reforming Green Bond Regulation in the United States*, in *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law*, 12, 2017
- WANG Y., ZANG R., *China's green bond market*, in *International Capital Market Features*, 44, 2017

- WANG Y., ZHAO N., LEI X., LONG R., *Green Finance Innovation and Regional Green Development*, in *Sustainability*, 13, 2021
- WANG Y., ZHI Q., *The Role of Green Finance in Environmental Protection: Two Aspects of Market Mechanism and Policies*, in *Energy Procedia*, 104, 2016
- WATT H.M., FERNÁNDEZ ARROYO D.P. (eds.) *Private International Law and Global Governance*, Oxford, 2014
- WATT H.M., FERNÁNDEZ ARROYO D.P. (eds.) *Private International Law and Global Governance*, Oxford, 2014
- WATT H.M., *Private International Law Beyond the Schism*, in *Transnational Legal Theory*, 2(3), 2011
- WESTERMAN P., HAGE J., KIRSTE S., MACKOR A.R. (eds.) *Legal Validity and Soft Law*, Cham, 2018
- WIŚNIEWSKI, ZIELIŃSKI J. , *Green bonds as an innovative sovereign financial instrument*, in *Ekonomia i Prawo (Economics and Law)*, 18(1), 2019
- WOLFRUM R. (ed.), *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online ed.)
- WOLFRUM R., KOJIMA C. (eds.), *Solidarity: A Structural Principle of International Law*, Heidelberg, 2009
- WORLD BANK, *Poverty reduction and global public goods. A progress report*, 2000
- WRIGHT J.D., *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, II ed., 2015
- ZARING, *International Financial Regulation and International Law*, in *The Globalized Governance of Finance*, Cambridge, 2019
- ZUMBANSEN P. (ed.), *The Many Lives of Transnational Law: Critical Engagements with Jessup's Bold Proposal*, Cambridge, 2020
- ZUMBANSEN P., *Defining the Space of Transnational Law: Legal Theory, Global Governance, and Legal Pluralism*, in *Transnational Law and Contemporary Problems*, 21(2), 2012
- ZUMBANSEN P., *Governance: An Interdisciplinary Perspective*, in D. Levi-Flaur (ed.), *The Oxford Handbook of Governance*, Oxford, 2012
- ZUMBANSEN P., *Law and Legal Pluralism: Hybridity in Transnational Governance*, in JURČYS P., P.F. KJAER, R. YATSUNAMI (eds.), *Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere*, Leiden-Boston, 2012
- ZUMBANSEN P., *Neither Public nor Private, National nor International. Transnational Corporate Governance from a Legal Pluralist Perspective*, in *Journal of Law and Society*, 38(1), 2011
- ZUMBANSEN P., *The Conundrum of Order: The Concept of Governance from an Interdisciplinary Perspective*, in *SSRN Electronic Journal*, 2010
- ZUMBANSEN P., *The Ins and Outs of Transnational Private Regulatory Governance: Legitimacy, Accountability, Effectiveness and a New Concept of "Context"*, in *German Law Journal*, 13(12), 2012

ZUMBANSEN P., *Transnational Law*, in *CLPE Research Paper*, 9, 2008

ZUMBANSEN P., *Transnational Private Regulatory Governance: Ambiguities of Public Authority and Private Power*, in *Law and Contemporary Problems*, 17, 2013