

LOS RIESGOS ESG EN EL SECTOR BANCARIO Y
FINANCIERO

ESG RISKS IN BANKING AND FINANCE

Actualidad Jurídica Iberoamericana N° 18, febrero 2023, ISSN: 2386-4567, pp. 1680-1707



Francesca
BERTELLI

ARTÍCULO RECIBIDO: 7 de octubre de 2022

ARTÍCULO APROBADO: 5 de diciembre de 2022

RESUMEN: La exposición, cada vez mayor, del mercado a los riesgos conectados al cambio climático y a los factores ESG es una consecuencia inevitable de la transición hacia el modelo de economía circular y sostenible que el sector financiero puede favorecer concentrando capitales y recursos para invertir en estrategias de sostenibilidad. La relevancia de los factores y de los riesgos ESG no se limita al sector bancario y financiero. Empero, su integración en dicha área y las modalidades identificadas por el legislador europeo para favorecerla revelan potencialidades y aspectos críticos implícitos en el uso de criterios técnicos para medir la sostenibilidad e incentivar la transición ecológica que este artículo busca sintetizar.

PALABRAS CLAVE: ESG; riesgos ESG; sostenibilidad, finanza sostenible; SDG; transición ecológica.

ABSTRACT: *The increasing exposure of markets to climate, environmental and ESG-linked risks is a natural consequence of the transition toward a circular and sustainable economy, which can be pushed forward by banking and finance. The relevance of ESG factors is clearly not limited to this fields. However, the approach adopted by the EU legislator to encourage the integration of ESG factors in banking and finance discloses potentialities and criticalities connected to the use of ESG criteria in order to measure sustainability and foster green transition that this essay tries to synthesize.*

KEY WORDS: ESG, ESG risks; sustainability; sustainable finance; SDG; green finance; green transition.

SUMARIO.- I. EL ENFOQUE DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA. – II. LOS RIESGOS ESG EN EL SECTOR BANCARIO Y FINANCIERO. – III. HACIA LA CONTRACTUALIZACIÓN DE LOS FACTORES ESG. – IV. POTENCIALIDADES Y LÍMITES DE LA LLAMADA TAXONOMY. REFERENCIAS.

I. EL ENFOQUE DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA.

La evolución de las Cartas constitucionales de algunos Países miembros¹ de la Unión Europea muestra que el principio del desarrollo sostenible parece un dato positivo adquirido en el panorama legislativo². También en el nivel supranacional, el mercado interno comienza a recibir los llamados de una tensión solidarista que reclama matizar una concepción puramente neoliberal de la economía³.

Entonces, siguiendo la pauta trazada por los objetivos de los acuerdos de París⁴ y por la Agenda 2030⁵, la Comisión Europea acaba de trazar un programa operativo para la transición ecológica, llamado *Green Deal* europeo⁶, que brinda

- 1 Cfr., por ejemplo, el § 20a de la *Grundgesetz* que, en el marco del ordenamiento constitucional alemán, encarga al Estado de tutelar “i fondamenti naturali della vita e gli animali mediante l’esercizio del potere legislativo”, asumiendo también la propia responsabilidad con respecto a las generaciones futuras; la *Charte de l’environnement* francés; el art. 2, incs. 2 y 3, Chapter I, del *Instrument of Government* sueco, y los arts. 9 y 41 de la Constitución italiana, recientemente modificados por la l. Const. del 11 de febrero de 2022, n. 1.
- 2 BERTELLI, F.: *Le dichiarazioni di sostenibilità nella fornitura di beni di consumo*, Giappichelli, Torino, 2022, pp. 272 ss.
- 3 VETTORI, G.: “Diritti e coesione sociale. Appunti per il seminario fiorentino del giorno 8 giugno 2012”, *Pers. merc.*, 2012, pp. 4 ss., quien sostiene que “[l]e Istituzioni europee fissano l’obiettivo di uno sviluppo sostenibile basato su una crescita equilibrata e un’economia sociale di mercato altamente competitiva. Come si è osservato non si tratta di una formula vuota, ma di una clausola generale che deve essere tradotta in principi e regole operative con il concorso di tutte le scienze sociali”; LIBERTINI, M.: “Concorrenza e coesione sociale”, *Orizz. dir. comm.*, 2013, disponible en: http://images.rivistaodc.eu/ff/articoli/101_articolo_pym6_orizzonti.pdf; DI RAIMO, R., MINGONE, C.: “Strumenti di finanziamento al terzo settore e politiche di intervento locale nella ‘società inclusiva’ europea. (Dalla filantropia alla finanza alternativa)”, *Giust. civ.*, 2017, pp. 139 ss., espec. 196, quienes ven la necesidad de un “netto mutamento delle premesse concettuali movente dal rifiuto del ruolo ancillare dell’iniziativa finalizzata (anche) al benessere sociale: questa deve invece aspirare a esprimere il modello generale di riorganizzazione della collettività attorno a valori e obiettivi condivisi e, in ciò, a inglobare lo Stato e il mercato”; FALCONE, M.: “La tutela dell’ambiente nel difficile bilanciamento tra diritti fondamentali ed esigenze economiche”, *Studi sull’integrazione europea*, 2017, pp. 365 ss.; MAZZAMUTO, S.: *Il contratto di diritto europeo*, 4ª ed., Giappichelli, Torino, 2020, pp. 33 ss. y 148 ss.; CAPALDO, G.: “Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile”, *Pers. merc.*, 2020, pp. 334 ss.; PERLINGIERI, P.: “Principio personalista, dignità umana e rapporti civili”, en *Ann. SISDiC*, 2020, pp. 1 ss.; PENNASILICO, M.: “Economia circolare e diritto: ripensare la sostenibilità”, *Pers. merc.*, 2021, pp. 714 ss.
- 4 UN Paris Agreement, 12 de diciembre de 2015, disponible en https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf.
- 5 Cfr. la risoluzione adottata dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite il 25 settembre 2015 (A/70/L.1) 70/1. Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development, disponible en: https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=E.
- 6 Cfr. Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones– *Il Green Deal europeo*, Bruxelles, 11 de diciembre de 2019, COM (2019) 640 final, disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea->

• **Francesca Bertelli**
Assegnista di ricerca
francesca.bertelli@unibs.it

actuación a las disposiciones de los tratados fundamentales de la Unión por medio de las cuales se establece la necesidad de promover el desarrollo sostenible para asegurar un crecimiento económico equilibrado, un alto nivel de tutela y de mejoramiento de la calidad del ambiente y para consentir la configuración de una economía social de mercado fuertemente competitiva⁷.

Como observa la misma Comisión europea, y como además se entiende de los objetivos 12 y 17 de la Agenda 2030 (*Responsible Consumption and Production e Partnership for the Goals*), “[P]ara alcanzar los objetivos de una economía circular con cero impacto climático es necesario la movilización completa de la industria”⁸ y “[e]l sector privado será determinante para financiar la transición verde”⁹. De esta manera, la subsidiariedad que resume la dimensión participativa del principio del desarrollo sostenible reclama redefinir los límites externos del ejercicio de la libertad de iniciativa económica individual y reconceptualizar el rol de las empresas para conciliar el objetivo individualista del provecho con la exigencia de garantizar un progreso integrado y compartido¹⁰. Las potencialidades transformativas de la

8c1f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF, del que se ofrece una panorámica en CARTA, M.C.: “Il Green Deal europeo. Considerazioni critiche sulla tutela dell’ambiente e le iniziative di diritto UE”, *Eurojus*, 2020, pp. 54 ss.; LIONETTO, L.: “Il Green Deal europeo. Inquadramento giuridico e prospettive di attuazione”, *Jus online*, 2020, pp. 105 ss.; CUCUMILE, P.: “Il ‘Green Deal’ europeo”, *ambienteditto*, 2021; ROLANDO, F.: “L’attuazione del Green Deal e del Dispositivo per la ripresa e resilienza: siamo effettivamente sulla strada per raggiungere la sostenibilità ambientale?”, *L’osservatorio europeo*, 2022.

- 7 Cfr., en particular, Art. 3, § 3, TUE y Art. 11 TFUE. Con respecto a la elaboración de un “principio de integración” extraíble del mismo art. 11 TFUE, cfr. FOIS, P.: “Il diritto ambientale dell’Unione europea”, *Diritto ambientale. Profili internazionali, europei e comparati* (ed. por G. CORDINI, P. FOIS, S. MARCHISIO, Giappichelli, Torino, 2017, pp. 78 ss.
- 8 Cfr. *Green Deal europeo*, cit., p. 7.
- 9 Cfr. *Green Deal europeo*, cit., p. 19; pero cfr. también LIPARI, N.: “Il ruolo del terzo settore nella crisi dello Stato”, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, pp. 637 ss., espec. 643 ss., quien destaca cómo “l’impresa deve porsi il problema della sua socialità (e non a caso si parla di bilancio di sostenibilità, di responsabilità sociale dell’impresa) nel corrente modo di svolgimento della propria attività. D’altra parte, nel momento stesso in cui si riconosce che lo stato ha perduto gran parte dei suoi poteri direttivi e che la stessa legge non è più l’unico criterio a cui si commisura l’accettabilità dei comportamenti (...) l’equilibrio dei rapporti sociali deve trovare altre strade per realizzarsi”; STIBBE, D., PRESCOTT, D.: *The SDG Partnership Guidebook: A Practical Guide to Building High-Impact Multi-Stakeholder Partnerships for the Sustainable Development Goals*, 2020, disponible en: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2698SDG_Partnership_Guidebook_1.01_web.pdf, quienes explican por qué el sector privado es compañero esencial del desarrollo sostenible y tiene las potencialidades para tomar un rol activo en su promoción, espec. pp. 24, en donde se nota que solo “[m]ultiple actors bring together essential complementary resources that together create the levers required to deliver system transformation, which could not have been achieved by any one actor working alone”.
- 10 Con respecto a la socialización del bienestar, cfr. SEN, A.K.: *Collective Choice and Social Welfare*, Holden Day, San Francisco, 1970, pp. 41 ss., SEN, A.K.: *The Idea of Justice*, Harvard University Press, Cambridge (Ma), 2009, pp. 91 ss.; OSTROM, E.: “Social Capital: A Fad or a Fundamental Concept?”, en *Social Capital: A Multifaceted Perspective*, (ed. por P. DASGUPTA, D. SERAGELDIN), World Bank, Washington, 2000, pp. 172 ss.; BRUNI, L., ZAMAGNI, S.: *Economia civile: efficienza, equità, felicità pubblica*, Il Mulino, Bologna, 2004, *passim*; BRUNI, L., ZAMAGNI, S.: *L’economia civile*, Il Mulino, Bologna, 2015, pp. 92 ss. y 103 ss.; NUSSBAUM, M.C.: *Creating Capabilities: The Human Development*, Harvard University Press, Cambridge (Ma), 2011, pp. 185 ss. Más específicamente, con respecto a la función del principio del Desarrollo sostenible, cfr. BOSSELMANN, K.: *The Principle of Sustainability: Transforming Law and Governance*, Routledge, New York, 2017, pp. 75 ss.; BARRAL, V.: “The Principle of Sustainable Development”, en *Principles of Environmental Law* (ed. por L. KRAMER, E. ORLANDO), Edward Edgar Publishing, Cheltenham, 2018, pp. 103 ss.; y se permite reenviar a BERTELLI, F.: *Profili civilistici del “dieselgate”. Questioni risolte e tensioni irrisolte tra mercato e sostenibilità*, Esi, Napoli, 2021, pp. 169 ss. Más precisamente, sobre la relación entre el principio del desarrollo sostenible y actividad de empresa, cfr. CATERINI, E.: *Sostenibilità e ordinamento civile, Per una riproposizione della questione sociale*, Esi,

finanza sostenibile se inseriscono pienamente in lo scenario di co-responsabilizzazione di tutti gli attori economici che partecipano in la definizione di gli equilibri di mercato e in la promozione di la transizione ecologica.

Di fatto, la possibilità di canalizzare le strategie di gli investitori istituzionali, le elezioni di quelle *retail* e di gli intermediari verso la finanza sostenibile apre nuove opportunità, ma anche espone al settore finanziario, con maggiore immediatezza, ai rischi che dipendono di la connessione di volta in volta più diretta con gli fattori climatici e ambientali che influenzano la economia reale¹¹. Allora, le azioni identificate per la Unione per favorire la finanza sostenibile se danno per la constatazione di che gli risorse pubblici utilizzabili per lo raggiungimento di una economia circolare sono insufficienti¹², ma se fondano anche in la coscienza di gli pericoli sottostanti a la progressiva "ecologizzazione" di gli contratti finanziari in assenza di un *framework* di riferimento per regolamentare con mire a impedire la strumentalizzazione e ridurre gli rischi di *greenwashing*¹³.

Napoli, 2018, espec. pp. 96 (al que se riferiscono le recensioni di PERLINGIERI, G.: "'Sostenibilità', ordinamento giuridico e 'retorica dei diritti'. A margine di un recente libro", *Foro nap.*, 2020, pp. 101 ss.; e PENNASILICO, M.: "Recensione a E. Caterini, Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale", *Rass. dir. civ.*, 2018, pp. 1511 ss.), según quien es necesario que "Le imprese perseguano una crescita equilibrata fra i profitti e la redistribuzione", para consentire la piena spiegazione del principio di solidarietà costituzionale; CATERINI, E.: "Sustainability and Civil Law", *ItaLJ*, 2018, pp. 289 ss, espec. 306, quien observa que el objetivo final del desarrollo sostenible debería ser justamente encontrar un equilibrio entre "private economic interests and collective social interests"; CATERINI, E.: "La 'sostenibilità' nell'esperienza giuridica contemporanea. In occasione della discussione svoltasi nell'Ateneo barese, in Sostenibilità: sfida o presupposto?", (ed. por D.A. BENITEZ, C. FAVA), Wolters Kluwer, Milano, 2019, pp. 77 ss. Con referencia a la necesidad de superar la bipartición provecho/liberalidad, propia de la economía liberal y de una "ripartenza dal basso all'insegna della coesione sociale, dell'esprit publique o anche, con la felice formula resa celebre da Lon Fuller dello *shared commitment*", cfr. DI RAIMO, R., MINGONE, C.: "Strumenti di finanziamento al terzo settore", cit., pp. 139 ss.

- 11 Cfr. NORDHAUS, W.D.: "Economic Growth and Climate: The Carbon Dioxide Problem", *Am. Econ. Rev.*, 1977, pp. 341 ss.; NORDHAUS, W.D.: "To Slow or Not To Slow: The Economics of the Greenhouse Effect," *Econ. J.*, 1991, pp. 920 ss.; NORDHAUS, W.D., BOYER, J.: *Warming the World: Economic Models of Global Warming*, London MIT Press Cambridge (Ma), 2000; WEITZMAN, M.L.: "A Review of The Stern Review on the Economics of Climate Change", *J. Econ. Lit.*, 2007, pp. 703 ss.; WEITZMAN, M.L.: "On Modeling and Interpreting the Economics of Catastrophic Climate Change", *Rev. Econ. Stat.*, 2009, pp. 1 ss.; PEZZUTO, A.: "La Guida della BCE sui rischi climatici e ambientali", *Magistra Banca Finanza*, 22 December 2020, disponible en https://www.tidona.com/la-guida-della-bce-sui-rischi-climatici-e-ambientali/#_ftnref3; STERN, N., STIGLITZ, J.E., TAYLOR, C.: *The Economics of Immense Risk, Urgent Action and Radical Change: Towards New Approaches to the Economics of Climate Change*, NBER Working Paper No. 28472, Febrero 2021; cfr. también BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, disponible en: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>, p. 11, que afirma que "[...] cambiamenti climatici e il degrado ambientale danno origine a mutamenti strutturali che influiscono sull'attività economica".
- 12 La línea de acción identificada por la unión se desarrolla en seis líneas de intervención, que son: "ampliare l'attuale arsenale legislativo sulla finanza sostenibile per facilitare l'accesso al finanziamento della transizione; rendere la finanza sostenibile più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori dotandoli degli strumenti e degli incentivi giusti per accedere al finanziamento della transizione; rafforzare la resilienza del sistema economico e finanziario ai rischi che incombono sulla sostenibilità; aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità; garantire l'integrità del sistema finanziario dell'UE e monitorarne la transizione ordinata verso la sostenibilità; creare iniziative e norme internazionali di finanza sostenibile e sostenere i paesi partner dell'UE".
- 13 Observa PACCES, A.: "Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?", *Sustainability*, 2021, pp. 1 ss. y 7 ss., que "[g]reenwashing undermines the incentives of institutional investors to pursue sustainable corporate governance on behalf of their beneficiaries», nota come «EU securities regulation can support sustainable corporate governance by establishing mandatory disclosure to curb greenwashing [...] in the presence of greenwashing, mutual funds have an incentive to acquire ESG labels

En dicho escenario, solo herramientas de inversión gestionadas según *standard* uniformes y protocolos de certificación compartidos pueden asegurar un grado de transparencia suficiente para atraer nuevos capitales en el marco de la finanza sostenible.

El plan de acción para financiar el crecimiento sostenible de la Unión Europea¹⁴ capta las implicaciones sistemáticas de dicho talante y valora el papel del sistema financiero en la configuración de un crecimiento de mercado interno fuerte, sostenible e inclusivo. En este modelo de desarrollo, la finanza sostenible¹⁵ se vuelve expresión de un nuevo paradigma de producción y consumo, porque puede consentir reunir esfuerzos públicos y privados y hacerlos confluir en la misma dirección¹⁶. De hecho, por medio de los contratos de la *sustainable*

to attract sustainability-minded beneficiaries but do not have incentives to make their portfolio companies more sustainable [...]. Greenwashing is borne out by the empirical evidence. In the U.S., ESG mutual funds underperform compared with non-ESG funds on several sustainability measures, notably including regulatory compliance and GHGs. Moreover, these funds are more expensive and financially less attractive than the non-ESG funds in the same family”.

- 14 COM (2018) 97 final, Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las Regiones – *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*.
- 15 Cfr. RENNA, M.: “Strumenti finanziari e terzo settore”, *Dir. merc. ass. fin.*, 2018, pp. 289 ss., espec. 294 ss., quien afirma que el término ‘finanza ética’ “non designa una espressione giuridicamente netta e definita, nonostante diversi possono essere gli indici normativi che richiamano una differente operatività delle pratiche di finanziamento che, pur non ricadendo nella cultura e nella pratica del dono, si scostano dalla prospettiva speculativa propria del mercato finanziario”. Luego, el autor se enfoca en los elementos positivos que, a nivel nacional, se refieren al *rating* ético del operador bancario o financiero y/o a los costos de información y rendición de cuentas que pesan sobre los hombros de los sujetos habilitados que proponen productos financieros como “sostenibles”. La reconstrucción del alcance de los arts. 111, 111 bis TUB, y 117 ter TUF permite anticipar cómo algunas herramientas de la finanza ética permitan favorecer “la congiunzione tra benessere collettivo e investimento privato”.
- 16 Así 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*, Studio Consob, Roma, 2021, p. 10. Empero, cfr. también LASKOWSKA, A.: “The Green Bond as a Prospective Instrument of the Global Debt Market”, *CJFA*, 2017, pp. 69 ss.; STIGLITZ, J.E.: *Let's Force Finance to Save the Planet*, 11 de septiembre de 2021, quien nota que el desafío lanzado por un modelo de economía circular exige modificar las costumbres de consumo, de producción e inversión. En el sector financiero ya se ha observado que “il diritto pubblico e il diritto privato appaiono non (più) in un rapporto di necessaria alternativa, quanto piuttosto configurano sistemi di regole tra loro ‘reciprocamente interscambiabili’, che talora condividono la medesima missione sul piano regolatorio, ma espongono modalità operative e una dinamica effettuale rilevantemente diverse” (así ZOPPINI, A.: “Diritto privato vs diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)”, *Riv. dir. civ.*, 2013, pp. 515 ss., espec. 523 ss.; quien relabora y desarrolla estas ideas en ZOPPINI, A.: “Il diritto privato e le ‘libertà fondamentali’ dell’Unione europea (principi e problemi della ‘Drittwirkung’ nel mercato unico)”, *Riv. dir. civ.*, 2016, pp. 712 ss.; ZOPPINI, A.: *Il diritto privato e i suoi confini*, Il Mulino, Bologna, 2020, p. 201 ss.; y finalmente ZOPPINI, A.: “Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio”, *Ars Interpretandi*, 2021, pp. 37 ss.). Al respecto, cfr., *ex multis*, también CASSESE, S.: “Quattro paradossi sui rapporti tra poteri pubblici ed autonomie private”, *Riv. trim. dir. pubb.*, 2000, p. 389 ss.; CASSESE, S.: “L’arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato”, *Riv. trim. dir. pubb.*, 2001, p. 607 ss.; BARCELLONA, M.: *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L’intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Giuffrè, Milano, 2009, pp. 17 ss.; BASEDOW, J.: “The State’s Private Law and the Economy – Commercial Law as an Amalgam of Public and Private Rule-Making”, *Am. J. Comp. Law*, 2008, pp. 703 ss.; RICCIUTO, V.: “Regolazione del mercato e ‘funzionalizzazione’ del contratto”, en *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Esi, Napoli, 2008, pp. 1611 ss.; MICKLITZ, H.W.: “The Visible Hand of European Regulatory Private Law – The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation”, *Yearbook of European Law*, 2009, pp. 3 ss.; ANGELONE, M.: “Diritto privato ‘regolatorio’, conformazione dell’autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle ‘authorities’”, *Nuove autonomie*, 2017, pp. 441 ss.; GENTILI, A.: “Il diritto regolatorio”, *Riv. dir. banc.*, 2020, pp. 30 ss.; NATOLI, R.: “Il diritto privato regolatorio”, *Riv. reg. merc.*, 2020, pp. 134 ss.

finance, en armonía con el objetivo de desarrollo 17, se instaura una colaboración entre acciones público-institucionales e iniciativas individuales para brindar una contribución significativa a la transición ecológica.

Esto permite identificar fácilmente la *ratio* subyacente al *Action Plan* del 8 de marzo de 2018 para financiar el crecimiento sostenible¹⁷. Ella subraya que, para plasmar los mercados financieros en consideración de las exigencias inherentes a la economía mundial, son imprescindibles tanto la transparencia y la visión a largo periodo en las actividades económico-financieras, como una eficaz gestión de los riesgos financieros derivados de los cambios climáticos, del agotamiento de los recursos, de la degradación ambiental y social. En esta dimensión, los *economic ESG-related risk* representan la síntesis de las variables conectadas al impacto imponderable de las consecuencias del cambio climático y de las modificaciones sociales y ambientales sobre la economía y sobre los resultados económicos de la actividad de empresa¹⁸.

La incidencia de los factores de riesgo objeto de análisis no se limita al sector bancario y financiero¹⁹, sino, justamente por el hecho de que la *green transition* demandará recoger capitales y recursos para invertir en estrategias a largo plazo, los sectores de los servicios bancarios, financieros y de seguros se dirigirán a la integración del interés económico que sostiene el contrato con perfiles sociales y ambientales²⁰. Entonces, parece claro que la *road map* trazada por la Comisión europea para lograr una economía circular tiene como eje central la necesidad

- 17 COM (2018) 97 final, Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las Regiones – *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*.
- 18 HJORT, I.: *Potential Climate Risks in Financial Markets: A Literature Overview, Memorandum, Working Paper No. 01/2016*, University of Oslo, Oslo, 2016, p. 4; *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms – EBA/REP/2021/18*, disponible en: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf, p. 24, en donde se subraya que “it is important to avoid any misunderstanding that ESG factors are only relevant in the medium and/or longer-term, as they also create risks in the short-term like the ongoing acute environmental hazards”.
- 19 Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali*, cit., p. 14, en donde se observa que “[f]ra i settori che potrebbero risentire della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio rientrano energia, trasporti, manifattura, costruzioni e agricoltura. In particolare, le attività collegate direttamente o indirettamente all'estrazione, lavorazione, combustione oppure all'utilizzo di combustibili fossili ovvero caratterizzate da efficienza energetica non sufficiente, potrebbero perdere valore in modo repentino e significativo fino anche a divenire 'attività non recuperabili'”; *In-depth analysis in support of the COM(2018) 773: A Clean Planet for all - A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy*, disponible en https://knowledge4policy.ec.europa.eu/publication/depth-analysis-support-com2018-773-clean-planet-all-european-strategic-long-term-vision_en.
- 20 Anticipa las potencialidades trasformadoras de la finanza sostenible RENNA, M.; *Strumenti finanziari e terzo settore*, cit., p. 315 s.; con relación al sector asegurador, cfr. más específicamente LANDINI, S.: “ESG, Green Finance, assicurazioni e previdenza complementare”, *Corporate Governance*, 2022, pp. 221 ss.; Con respecto a la emersión progresiva de una causa solidaria, cfr. PENNASILICO, M.: “Dal 'controllo' alla 'conformazione' dei contratti: itinerari della meritevolezza”, *Contr. impr.*, 2020, pp. 823 ss., espec. 854 e 857 ss., quien afirma que el interés ambiental representa un “vincolo positivo e intrinseco all'attività di operatori pubblici e privati” e hipotetiza una transición desde la función económico-social hacia una “ecológico-social” del acto de autonomía. Sobre este tema también ofrece indicaciones NONNE, L.: “Il microcredito solidale, profili tipologici e proposte disciplinari”, *Banca borsa tit. cred.*, 2011, pp. 49 ss.; DI RAIMO, R., MINGONE, C.: “Strumenti di finanziamento al terzo settore”, cit., pp. 139 ss.

de acrecentar la sostenibilidad de las inversiones por medio de tres líneas de intervención, en cuyo centro se encuentran la información relacionada con la sostenibilidad de la empresa y de los productos y servicios brindados²¹. La primera estrategia operativa se refiere a la fase de actuación de la *Tanonomy Regulation*²², que ofrecerá un sistema clasificatorio piloto para evaluar la sostenibilidad de una actividad; la segunda interesará la información de carácter no financiero y su circulación²³, la tercera invierte más específicamente la autonomía privada y su capacidad de acuñar herramientas que permitan alinear las posibilidades de inversión de los actores que operan en el mercado financiero con los objetivos subyacentes al *green deal*.

En relación con dicho perfil, la posible incidencia en los perfiles de responsabilidad social y ambiental sobre elementos estructurales del contrato induce a hipotetizar que los aspectos críticos conectados con la cada vez mayor difusión de los índices ESG no se pueden referir exclusivamente al perfil de la *disclosure*²⁴, sino que habría que buscarlos ampliamente en las modalidades por medio de las cuales se concretará su “contractualización”²⁵: de hecho, una evaluación autónoma de las *performance* ESG de uno de los contratos podría encontrar un primer e inmediato aspecto aplicativo en el pacto de las condiciones para el ejercicio del derecho de retracto; la disciplina de la resolución por incumplimiento podría sufrir algunas adaptaciones; la necesidad de gestionar hipótesis de eventos sobrevenidos relacionados con factores climáticos, ambientales o sociales podría conducir a valorizar la autonomía privada de las partes a través de espacios más amplios de renegociación del contrato.

Entonces, este estudio quiere hacer un primer rastreo de los principales contratos de la “finanza sostenible” y se interroga sobre la oportunidad de calificar a un contratante o una operación como “sostenible” con referencia exclusiva a los *Regulatory Technical Standards* (RTS).

21 Cfr. SERAFEIM, G., YOON, A.: *Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement*, Harvard Business School Working Paper n. 21-079, 2021, pp. 1 ss.

22 Reglamento 18 de junio de 2020, n. 852/UE.

23 Cfr. *Proposal for a Directive Amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards sustainable corporate reporting by certain undertakings*, COM (2021) 189 final, 21 de abril de 2021; 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; *Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy Support for Further Definitions, Standards and Labels for Sustainable Financial Assets and Financial Products*, spec. p. 12 ss., disponible en https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2020-sustainable-finance-strategy-summary-of-responses_en.pdf, del que emergen opiniones significativas de los *stakeholders* para la creación de herramientas de la finanza sostenible.

24 PETTIFOR, A.: *The Case for the Green New Deal*, Verso, London-New York, 2019, pp. 31 ss.; PERFETTI, A.: “Gli strumenti normativi e finanziari della politica di coesione dell’Unione europea tesi alla valorizzazione della dimensione ambientale”, *DPCE online*, 2019, pp. 1017 ss.; CAFAGNO, M.: “Analisi economica del diritto e ambiente, tra metanarrazioni e pragmatismo”, *Il diritto dell’economia*, 2019, pp. 159 ss.

25 Cfr. LANDINI, S.: “ESG, Green Finance”, cit., pp. 227 ss. para las modalidades en las que los factores ESG son considerados en el sector de seguros.

II. LOS RIESGOS ESG EN EL SECTOR BANCARIO Y FINANCIERO

La política monetaria hace una consideración prioritaria de los ESG-*risks*²⁶. Los bancos centrales y las autoridades de vigilancia han adelantado investigaciones para consentir la predisposición de sistemas de *management* eficiente de los riesgos climáticos y ambientales y de transmisión transparente de la información relativa a los perfiles ESG, a los *stakeholders* y al mercado²⁷. Habiendo reconocido que los riesgos climáticos y ambientales están entre los principales factores de riesgo para la Eurozona, el Banco central europeo publicó una Guía dedicada a ellos²⁸, a la que siguió un *report* de la *European Banking Authority* (EBA) sobre la gestión y monitoreo de los riesgos ESG²⁹.

Los estudios mencionados clasifican dichos riesgos, subdividiéndolos en dos macro-categorías.

Los riesgos físicos indican “l’impatto finanziario dei cambiamenti climatici, compresi eventi meteorologici estremi più frequenti e mutamenti graduali del clima, nonché del degrado ambientale, ossia inquinamento atmosferico, dell’acqua e del suolo, stress idrico, perdita di biodiversità e deforestazione”³⁰.

Los riesgos de transición se refieren a los posibles efectos financieros a los cuales todo operador podría estar expuesto por intervenciones políticas, legislativas y tecnológicas sobrevenidas, o como consecuencia de las variaciones en la sensibilidad de los *stakeholders* respecto de los factores de relevancia social y ambiental.

26 Cfr. BERNARDINI, E., FAIELLA, I., LAVECCHIA, L., MISTRETTA, A., NATOLI, F.: *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, 2021, *Occasional paper* della Banca d’Italia, n. 608, p. 6, según quienes “[I]e politiche climatiche, modificando i prezzi dei prodotti energetici e l’incidenza che questi hanno all’interno del paniere di riferimento, potrebbero ripercuotersi sul tasso di inflazione; principale variabile obiettivo della politica monetaria. Inoltre, eventi climatici avversi, più intensi e frequenti, potrebbero avere un effetto sul ciclo economico e, di conseguenza, sulla conduzione della politica monetaria”.

27 CAMPIGLIO, E., DAFERMOS, Y., MONNIN, P., RYAN-COLLINS, J., SCHOTTEN, G., TANAKA, M.: “Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators”, *Nature Climate Change*, 2018, pp. 462 ss.; MONNIN, P.: “Central Banks Should Reflect Climate Risks in Monetary Policy Operations”, *SUERF Policy Note*, 2018, n. 41, pp. 1 ss., espec. 4 ss., según quien “[p]roperly and pro-actively assessing risks is a key requirement for monetary policy operations. Omitting or underestimating one source of risk (including climate risks) in these operations results in an overexposure to risks for central banks and does not meet the standards for sound policy implementation. Given the current size and composition of their balance sheets the need for adequate risk assessments, including climate risks, becomes even more critical for central banks. Climate risks must be an integral component of the risk management framework for their asset purchases and the collateral they accept”.

28 BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali*, cit.

29 Cfr. *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms – EBA/REP/2021/18*, cit.; pero cfr. también *Eba Discussion Paper on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, disponible en https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2021/Discussion%20Paper%20on%20management%20and%20supervision%20of%20ESG%20risks%20for%20credit%20institutions%20and%20investment%20firms/935496/2020-11-02%20ESG%20Discussion%20Paper.pdf.

30 Cfr. BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali*, cit., p. 11 ss.

Además de ocuparse de los perfiles definitorios, los documentos plantean propuestas para incorporar los factores y riesgos ESG en el marco normativo y de vigilancia para los entes crediticios y las empresas de inversión, considerando que su actuación por parte de los intermediarios, financieros y de seguros puede representar un instrumento de prevención de las fallas de mercado relacionadas con ellos.

En este escenario, los bancos e intermediarios financieros son actores protagonistas en la limitación de los efectos económicos negativos de los riesgos ligados a los factores ESG por dos motivos³¹. De una parte, el *risk assessments* preventivo de los riesgos ESG conduce necesariamente a una redefinición del modelo organizativo del *business* de los institutos bancarios y de las compañías de seguros y reaseguros. De la otra, la consideración creciente de los factores ESG incide sobre elementos esenciales de la actividad comercial desarrollada por los operadores bancarios y financieros que, promoviendo la circulación de *contratos de la finanza sostenible*, asumen un rol proactivo para ralentizar la concreción de los riesgos climáticos y ambientales estimados de forma preventiva³².

Una flexión parcial del instrumento contractual a la luz de la necesidad de incluir objetivos de carácter social y ambiental dentro de los factores de éxito de la actividad financiera o de seguros no altera el objetivo económico para el cual cada tipología contractual se utiliza tradicionalmente, pero lo adapta a una renovada conciencia social. Equilibrando las razones del capitalismo y las exigencias de

31 Es particularmente significativo cuanto observa el mismo *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., p. 3, que reporta un aumento de las catástrofes naturales de origen meteorológica a nivel mundial del 46% entre el 2000 y el 2016, conectado con un aumento del 86% de las pérdidas económicas debidas a las condiciones meteorológicas extremas entre el 2007 y el 2016.

32 Cfr. Centre for European Policy Studies (CEPS) and the European Capital Markets Institute (ECMI), *Derivatives in Sustainable Finance*, disponible en <https://www.isda.org/a/KOMTE/Derivatives-in-Sustainable-Finance.pdf>; VENTURI, P., PERRA, G.: "La finanza di impatto per i cambiamenti climatici", *finanzasostenibile.it*, 2018; DEL GIUDICE, A.: *La finanza sostenibile*, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 7 ss.; SABATINI, G.: "Finanza d'impatto e Action Plan sulla finanza sostenibile: il percorso delle banche europee", *Bancaria*, 2019, pp. 23 ss.; QUARTARONE, A.: "Etica in finanza", *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, pp. 129 ss.; MACCHIAVELLO, E.: "Possono esistere 'banche etiche'? La nuova definizione normativa di 'operatori di finanza etica e sostenibile' tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi", *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, pp. 188 ss.; LAZZAROLI, L.: "Sviluppare la finanza sostenibile: sfide e priorità europee e il ruolo della BEI", *Bancaria*, 2020, pp. 17 ss.; pero cfr. también el *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, cit., p. 2, que define la "finanza sostenible" como "[...] il processo di tenere in debita considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere maggiori investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine". La deseable creciente difusión de los contratos de finanza sostenible ya condujo a la identificación de *standard* métricos para la medición de las *performance* de sostenibilidad y continuará estimulando la imposición de cargas de *disclosure* que hagan cada vez más accesibles la información no financieras para los operadores de mercado, favoreciendo la transparencia con respecto a los perfiles de CSR y acrecentando la confianza de los inversores éticamente orientados (Reg. 18 de junio de 2020, n. 852/UE; pero también FLAMMER, C.: "Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors", *AMJ*, 2013, pp. 758 ss.; AMEL-ZADEH, A., SERAFEIM, G.: *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, Harvard Business School Working Paper, n. 17-079, Febrero 2017; NAUGHTON, J.P., WANG, C., YEUNG, I.: "Investor Sentiment for Corporate Social Performance", *The Accounting Review*, 2019, pp. 401 ss.).

sostenibilidad, el perfil causal conduce a resultados útiles también desde el punto de vista social y ambiental³³.

III. HACIA LA CONTRACTUALIZACIÓN DE LOS FACTORES ESG.

Desde el punto de vista público es posible sostener que el principio del desarrollo sostenible emerge como parámetro de legitimidad de las acciones político-institucionales que, también en ámbito financiero, aparecen en el horizonte de la solidaridad intergeneracional. En cambio, desde el punto de vista privado, el principio puede concurrir en la valoración de mérito de los actos negociales y permite reunir una pluralidad de contratos financieros y de seguros que concretan una función “económico-solidaria”³⁴.

Los *green bond* son el instrumento principal del que se vale la finanza sostenible para combinar los objetivos de recoger capitales y de incentivar la *low-carbon transition*³⁵. Estos son títulos de débito en los cuales las obligaciones de préstamo se utilizan exclusivamente para financiar proyectos de sostenibilidad. Estos últimos pueden dirigirse tanto a la mitigación directa de las consecuencias del cambio climático, como a la introducción de medidas organizativas que permitan la adaptación de la actividad empresarial, o a la predisposición de estrategias aplicativas que consientan una mejor conservación de los recursos existentes,

33 Cfr. HJORT, I.: *Potential Climate Risks in Financial Markets*, cit., p. 1 ss.; D’ORAZIO, P., POPOYAN, L., MONNIN, P.: “Prudential Regulation Can Help Tackling Climate Change”, *CEP Blog*, Febrero de 2019, disponible en <https://www.cepweb.org/prudential-regulation-can-help-in-tackling-climate-change/>; D’ORAZIO, P., POPOYAN, L.: *Taking Up the Climate Change Challenge: A New Perspective on Central Banking*, LEM Papers Series 2020/19, Laboratory of Economics and Management (LEM), Sant’Anna School of Advanced Studies, Pisa, 2020, pp. 1 ss.; OMAN, W., SVARTZMAN, R.: “What Justifies Sustainable Finance Measures? Financial-Economic Interactions and Possible Implications for Policymakers”, *CESifo Forum*, 2021, pp. 3 ss., espec. 4 s., quien se pregunta si el rol de la finanza sostenible en la transición ecológica es el de un figurante, de co-protagonista o de verdadero protagonista y afirma que “more than being second best, sustainable finance could in fact have a central role to play in addressing climate change. Indeed, finance is critical for funding the new kinds of innovation and investments that are needed for deep decarbonization [...]. Significant public investment is key, but large-scale private investment is also needed to achieve the required structural transformation away from carbon-intensive economic systems towards a net zero economy”; sobre el tema de las nuevas tecnologías aplicadas a la finanza sostenible, cfr. MACCHIAVELLO, E., SIRI, M.: *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of ‘Green FinTech’*, European Banking Institute Working Paper Series 2020 – no. 71, disponible en <https://ssrn.com/abstract=3672989>; pero cfr. También los fundamentos alrededor de los cuales está construida la *Renewed Sustainable Finance Strategy and Implementation of the Action Plan on Financing Sustainable Growth*, disponible en https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en.

34 Con respecto a la progresiva emersión de una causa solidaria, cfr. PENNASILICO, M.: “Dal ‘controllo’ alla ‘conformazione’ dei contratti: itinerari della meritevolezza”, cit., pp. 854 e 857 ss.

35 BAKER, M., BERGSTRESSER, D., SERAFEIM, G., WURGLER, J.: *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of US Green Bonds*, (No. w25194), National Bureau of Economic Research, 2018, p. 1 ss.; ROMANI, A.: “Green bonds: meriti e sfide di un prodotto in rapida diffusione”, *Bancaria*, 2016, p. 49 ss.; pero cfr. también el Considerando n. 3 de la Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del Consejo sobre las obligaciones verdes europeas, del 6 de julio de 2021 (COM(2021) 391 final, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0391>), en donde se observa que “[I]e obbligazioni ecosostenibili sono uno dei principali strumenti per finanziare gli investimenti relativi alle tecnologie a basse emissioni di carbonio, all’efficienza energetica e delle risorse, nonché alle infrastrutture di trasporto sostenibili e alle infrastrutture di ricerca”.

mayor tutela de la biodiversidad o una prevención más eficiente y limitación de las emisiones contaminantes³⁶.

En Europa, el Banco Europeo de las Inversiones emitió los primeros *green bond* en 2007. En la fase inmediatamente sucesiva a su acuñación, las obligaciones verdes han sido propuestas al mercado exclusivamente por actores institucionales. En Italia, en marzo de 2021 se ha emitido el primer título de estado ligado a la sostenibilidad, el llamado “BTB 2045”, con un valor nominal total de 13.500 millones de Euros (con contravalor a los precios de emisión igual a 13.256 millones), utilizados para financiar proyectos y actividades de investigación relacionados con fuentes renovables para la producción de energía eléctrica y térmica; aumento de la eficacia energética; infraestructuras y transportes, prevención y control de la contaminación y economía circular, tutela del ambiente y de la biodiversidad³⁷. Empero, en la actualidad, también en Europa los emisores de títulos vinculados a la financiación de proyectos de sostenibilidad son también sociedades con participación pública, municipalizadas, agencias estatales y empresas privadas³⁸.

A nivel internacional, se han elaborado principios y líneas guía para elevar la transparencia y asegurar la integridad del mercado de los *green bond*, buscando favorecer su crecimiento constante y reducir el riesgo de *greenwashing* en un sector ya particularmente expuesto a las distorsiones provocadas por la asimetría informativa. En particular, la *International Capital Market Association* (ICMA) se ha encargado de la redacción de los llamados *Green Bond Principles* (GBP), que se articulan alrededor de cuatro puntos nodales: la utilización de los ingresos derivados por la emisión; la selección de las características de los proyectos financiables mediante el préstamo obligacional; el manejo del capital de inversión; le doble rendición de cuentas, fundada en gastos de *disclosure* y en una evaluación externa confiada a un revisor que ofrezca una segunda opinión independiente (llamada *second party opinión*), con miras a verificar, certificar o asignar un *rating* de sostenibilidad al producto en cuestión³⁹. Sin embargo, los GBP se resuelven

36 Cfr. ICMA, *Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, Junio de 2018, disponible en <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>; por otro lado, para los llamados *social bond* véase ICMA, *Social Bond Principles*, Junio de 2020, disponible en <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Social-Bond-PrinciplesJune-2020-090620.pdf>; CAVALIERE, S.: “La prospettiva dei green bonds per la finanza sostenibile”, *Dir. pub. eu.*, 2020, pp. 1 ss., espec. 6 ss.

37 Cfr. el marco de referencia para la emisión de títulos de estado green, expedido por el MEF el 25 de febrero de 2021, disponible en https://www.mef.gov.it/focus/documenti/btp_green/Green-Bond-FrameWork_ITA-.pdf; y el primer *report* (2022) sobre la ubicación de los capitales recogidos con los BTP *green* y su impacto, disponible en https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/btp_green_post_emissioni/Rapporto-2022-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-13.05.2022.pdf.

38 Para visualizar el listado de los *green* y *sustainable bonds* actualmente en circulación, cfr. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/green-e-social-bond/ricerca-avanzata.html>.

39 Cfr. ICMA, *Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, cit.; S. CAVALIERE, “La prospettiva dei green bonds”, cit., p. 9 ss.

en meras recomendaciones⁴⁰: su carácter no vinculante y la ausencia de un *standard* uniforme a nivel europeo para la emisión de los *green bond* y para la gestión de los capitales que se recogen gracias a ellos ha permitido advertir a la Comisión europea que las potencialidades de las obligaciones verdes quedaban en su mayoría no expresadas y que, en consecuencia, se podrían desarrollar más⁴¹. Finalmente, la adopción de un *standard* europeo para los *green bond* ha sido impulsada por el grupo de expertos técnicos nombrados por la comisión europea luego de la adopción del *Action plan* sobre la financiación del crecimiento sostenible (*Commission's Technical Expert Group on Sustainable Finance – TEG*)⁴². El TEG ha propuesto un *European Green Bond Standard* (EUGBS), que se basa en las buenas prácticas identificadas a nivel internacional y en los principios elaborados por el ICMA⁴³. En las recomendaciones desarrolladas, el GBS se debería poner como referencia al cual adherir voluntariamente para alinear, a nivel europeo, la emisión de *green bond* con los parámetros y los criterios fijados por la *Taxonomy*, uniformar la información brindada por el emisor a propósito de la ubicación de los capitales recogidos y las modalidades de rendición de cuentas con respecto a su uso efectivo, o sea, estandarizar los requisitos de la revisión externa de los resultados logrados⁴⁴.

Siguiendo el *trend* de eticidad de las elecciones de consumo e inversión, un alto grado de transparencia con respecto a los proyectos financiados debería

40 Es más, al final de estos mismos principios se precisa que “The Green Bond Principles are voluntary process guidelines that neither constitute an offer to purchase or sell securities nor constitute specific advice of whatever form (tax, legal, environmental, accounting or regulatory) in respect of Green Bonds or any other securities. The Green Bond Principles do not create any rights in, or liability to, any person, public or private. Issuers adopt and implement the Green Bond Principles voluntarily and independently, without reliance on or recourse to the Green Bond Principles, and are solely responsible for the decision to issue Green Bonds. Underwriters of Green Bonds are not responsible if issuers do not comply with their commitments to Green Bonds and the use of the resulting net proceeds. If there is a conflict between any applicable laws, statutes and regulations and the guidelines set forth in the Green Bond Principles, the relevant local laws, statutes and regulations shall prevail”.

41 A pesar de los datos contrastantes en el desarrollo de herramientas de finanza sostenible, la Comisión ha constatado que “[...] current green bond issuance in the EU still only represents 2.6% of total EU bond issuance. Further growth in the market for high quality green bonds could be a source of significant green investment, helping to meet the European Green Deal targets” (Cfr. Questions and Answers: European Green Bonds Regulation – 6 July 2021, disponible en https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_21_3406); pero cfr. también la Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del consejo sobre las obligaciones verdes europeas, cit.

42 Cfr. https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en, en donde son accesibles el *mid term report* y el *final report* elaborados por la Comisión técnica, que se ha ocupado de identificar los ejes del *standard* europeo para los *green bond*, de estudiar los criterios técnicos para definir la sostenibilidad de una actividad económica a la que la llamada *Taxonomy* reenvía, de definir nuevos *label* y sistemas de certificación para facilitar el acceso a la información del mercado y de promover estrategias de *disclosure* con respecto a las informaciones de carácter no financiero.

43 Cfr. LANDINI, S.: “ESG, Green Finance”, cit., p. 224 ss.

44 En particular, los nuevos deberes de transparencia y revisión externa para las obligaciones verdes europeas imponen al emisor la compilación de 3 archivos informativos a redactar según un modelo establecido, la primera hay que difundirla antes de la emisión (art. 8 y anexo I de la Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del Consejo sobre las obligaciones verdes europeas, cit.), la segunda hay que completarla anualmente para certificar la asignación de los ingresos de las obligaciones verdes europeas (art. 9 y anexo II), la tercera está dedicada al impacto ambiental del proyecto financiado y hay que completarla luego de la asignación integral de los ingresos de la emisión (art. 10 y anexo III).

ayudar a los inversores en la elección de productos financieros que aporten una contribución sustancial a los objetivos de sostenibilidad ambiental. En última instancia, la propuesta de Reglamento sobre las “obligaciones verdes europeas”⁴⁵ toma en cuenta dicho aspecto, que aspira a calificar como verdes todos los títulos de deuda que satisfagan los requisitos fijados por el Reglamento —estrechamente conectados con aquellos perfilados por la taxonomía— hasta el vencimiento de la obligación (ex art. 3 de la propuesta) y a imponer deberes de transparencia y de revisión externa, delineando también criterios para el ejercicio de la actividad del revisor.

Desde un punto de vista clasificatorio, el *green bond* es una obligación que se diferencia tanto de los llamados *transition bond* —específicamente destinados a las empresas con altos niveles de emisiones contaminantes (GHGs) o que operan en sectores críticos— como del más amplio *genus* de los *ESG-linked bonds*⁴⁶. Estos incluyen un espectro más extenso de títulos obligacionales: en los productos financieros *ESG-linked*, las mismas características estructurales o financieras de la obligación emitida se modulan y varían en consideración del alcance de objetivos *environmental*, *social* o de *governance* prefijados por el emisor y medibles en una determinada franja temporal según indicadores de *performance* predeterminados (KPI)⁴⁷, al momento de la emisión del título.

Aunque los *green bond* sean el contrato de la finanza sostenible estadísticamente más difundido, el abanico de los productos financieros sostenibles se está ampliando progresivamente: con cada vez mayor frecuencia, elementos esenciales o accidentales del contrato resultan “contaminados” por la sostenibilidad mediante la inserción de cláusulas que consideran el impacto de determinados factores ESG en la regulación del interés de las partes.

En particular, los contratos financieros y de seguros que, desde un punto de vista económico individual, siguen satisfaciendo el interés patrimonial típico de los contrayentes, insertan los programas negociales específicos de un marco de políticas de cohesión de la Unión del cual la misma libertad de iniciativa económica se vuelve el medio de actuación y, por eso, se distinguen por una función de

45 Cfr. Propuesta de Reglamento del Parlamento europeo y del Consejo sobre las obligaciones verdes europeas, cit.

46 A propósito de los llamados *Social Impact Bond*, cfr. DI RAIMO, R., MINGONE, C.: “Strumenti di finanziamento al terzo settore”, cit., pp. 165 ss., quienes observan que “[i] social impact bond rappresentano l'avamposto di frontiera della finanza sociale. L'ultimo tentativo di distacco dalla concezione portante degli atti e delle attività funzionali alla valorizzazione capitalistica della ricchezza: attività organizzate e finanziate per 'fare bene' (in termini di saldo della gestione) da una parte e, dall'altra, attività organizzate e finanziate per 'fare del bene' (in termini di miglioramento e diffusione del benessere). Simmetricamente: atti con funzione retributiva che esprimono l'interesse del disponente (investitore) a ottimizzare il rapporto rischio-rendimento, senza riguardo al risultato sociale o ambientale dell'attività finanziata; oppure atti con funzione distributiva che esprimono l'interesse del disponente (donatore) a massimizzare il valore sociale della produzione, ma senza alcun interesse a conseguire un profitto”.

47 ISDA *Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions*, 2021, p. 17.

utilidad social que sobrepasa aquella individual⁴⁸. En los productos financieros y de seguros “sostenibles”, la sostenibilidad incide en varios elementos característicos, que pueden mutar en relación con las *performance* ambientales/de sostenibilidad de uno de los contrayentes o en consecuencia del (fracasado) logro de los objetivos globales. El instrumento contractual resulta moldeado en relación con indicadores de *performance* EGS concordados entre las partes: por ejemplo, reduciendo la tasa de interés debido en el caso en que uno de los contrayentes alcance los objetivos de sostenibilidad con los cuales se había comprometido, o imponiendo penalidades por no haber logrado el *target* en función del cual se había celebrado el contrato, o identificando una obligación facultativa dirigida a la sostenibilidad a la que el solicitante deberá dar cumplimiento en el caso en que quiera mantener inalteradas las condiciones contractuales subordinadas al cumplimiento de objetivos ESG desatendidos.

Investigaciones empíricas atestiguan que en los últimos años se asiste a una introducción de variables ESG en *interest rate swaps*, *cross-currency swaps*, *forward* e *future*⁴⁹. Más allá del contenido específico del pacto, la constante que parece poderse detectar en los derivados *ESG-linked* radica en el hecho de que el mecanismo virtuoso que desencadenan vincula ventajas económicas para la contraparte del operador financiero al impacto de su actividad sobre los objetivos de desarrollo sostenible o a la capacidad de administrar o mitigar los riesgos ESG. De hecho, existen derivados conectados a factores ESG que reconocen la más amplia discrecionalidad a la empresa en el empleo de los capitales recogidos (o sea, sin vincularlos con la realización de proyectos de sostenibilidad), pero que asocian ventajas inmediatamente apreciables desde el punto de vista económico a los KPIs establecidos desde la suscripción y susceptibles de medición por medio de *standard* técnicos⁵⁰.

48 Cfr. Nuzzo, Mar.: *Utilità sociale e autonomia privata*, Giuffrè, Milano, 1975, pp. 26 ss.; MAZZAMUTO, S.: “Costituzione economica, libertà d’impresa e ausili finanziari”, *Jus*, 1983, pp. 391 ss.; MAZZAMUTO, S.: “Libertà contrattuale e utilità sociale”, *Eur. dir. priv.*, 2011, pp. 365 ss.; BENEDETTI, G.: “Appunti e osservazioni sul seminario”, en *Persona e mercato. Lezioni* (ed. por G. VETTORI), Cedam, Padova, 1996, pp. 131 ss.; LIPARI, N.: “Ancora su persona e mercato”, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, pp. 423 ss. Se permita también el reenvío a BERTELLI, F.: *Le dichiarazioni di sostenibilità*, cit., p. 156 ss.

49 Cfr. DAVINI, S., DE GIOIA CARABELLESE, P.: “Derivati ESG ed altri prodotti finanziari sostenibili”, *Diritto bancario*, 2019, pp. 1 ss., espec. 3 ss.; ISDA, <https://www.isda.org/a/qRpTE/Overview-of-ESG-related-Derivatives-Products-and-Transactions.pdf>, cit.

50 La versatilidad de los derivados *ESG-linked* ha sido captada por el mercado y hay varios ejemplos de esto. Solo a nivel italiano, los acuerdos celebrados entre Italo - Nuovo Trasporto Viaggiatori y Natixis (cfr. Natixis Press Release, 20 gennaio 2020, *Natixis Structures an Innovative Financing solution for Italo - Nuovo Trasporto Viaggiatori, aligned with the Company’s Sustainable Development Targets*, disponible en <https://www.wiztopic.com/natixis/assets/200122-ntv-natixis-pr-pdf-5460-8e037.html?lang=en>: Natixis ha coordinado la estructuración de un acuerdo complejo celebrado en el respeto de los *Sustainability-Linked Loan Principles* (SLLP), por medio del cual se ha concedido a la sociedad de transportes un préstamo ESG-linked controlado por un valor de 1.1 millardos de euros, cuyos intereses están indexados según indicadores de desarrollo. Por 900 millones de euros, el financiamiento Green está destinado a financiar y refinanciar la realización de infraestructuras *low-carbon* por parte de Italo, cuya conformidad con los SLLP se ha verificado gracias a la *second party opinion* profesional de Sustainalytics. Por otro lado, los otros 200 millones de euros son objeto de una apertura de crédito *revolving* no vinculada con proyectos sostenibles y se ha dejado a completa disponibilidad de la sociedad para cubrir los gastos conectados con la actividad social, pero cuyo IRS es

Entonces, el proceso de conformación ecológica de la autonomía negocial ha conducido a una progresiva, pero incontestable, patrimonialización de los factores ESG, testimoniada por la creación de contratos derivados en los cuales tanto el rendimiento como el riesgo están basados en el *rating* de sostenibilidad y en sus indicadores de *performance*. Así, una definición puntual de los parámetros de sostenibilidad relevantes y la identificación de las modalidades más apropiadas para su verificación y rendición de cuentas no es solo una oportunidad de cosechar capitales para destinar a la transición ecológica, sino que es una exigencia funcional para prevenir fallas del mercado.

IV. POTENCIALIDADES Y LIMITES DE LA LLAMADA TAXONOMY.

Gracias a las consideraciones expuestas, es evidente la necesidad de tutelar la confianza de los inversionistas acerca de la calidad sostenible de los productos y de los servicios brindados en el mercado o de sus oferentes, o que, para maximizar el impacto de los contratos de la finanza sostenible, se acreciente la confianza en los sistemas de certificación y verificación de la "sostenibilidad". Entonces, la cuestión de la transparencia con respecto a los perfiles ESG es central tanto para asegurar a los actores económicos la posibilidad de identificar estrategias organizativas de largo plazo para la creación de valor, como para proteger el derecho a la autodeterminación de los inversores⁵¹. De hecho, una correcta gestión de la información relativa a la sostenibilidad y a los relativos flujos comunicativos es necesaria para impedir que los inversionistas no profesionales hagan elecciones de inversión viciadas por comunicaciones capaces de comprometer la autenticidad de sus decisiones negociales. Además, la transparencia informativa puede limitar la desalineación ya identificada entre *sustainable attitude* y *concrete behaviour*, en la mayoría de las hipótesis reconducibles a la desconfianza del público hacia información ESG, que son consecuencia de los notorios casos de *greenwashing*.

En este contexto, la *Taxonomy* europea tiene una función articulada y compleja, que debe ser balanceada con el principio de economicidad, y ponderada considerando la actual configuración del mercado y las exigencias de velocidad de los tráfic⁵². El objetivo a la base de la taxonomía europea es ambicioso: en el

proporcionado a un mecanismo de incentivos conexo con KPIs) y entre Enel y Société Gen rale (cfr. *Enel Electrifies Sustainability Market with Inaugural Green-Linked Bond and Swap*, disponible en <https://wholesale.banking.societegenerale.com/en/insights/clients-successes/clients-successes-details/news/enel-electrifies-sustainability-market-with-inaugural-green-linked-bond-and-swap>), mediante el cual Enel ha recogido 1.5 millardos de euros gracias a un *bond* cuyo rendimiento está condicionado a una reducción autoimpuesta del nivel de emisiones, cuya cobertura del riesgo ha sido asegurada por medio de la suscripción de un *ESG-linked cross-currency swap*.

51 *Ex multis*, cfr. BARBA, A.: *Capacit  del consumatore e funzionamento del mercato. Valutazione e divieto delle pratiche commerciali*, Giappichelli, Torino, 2021, pp. 366 ss.

52 VAN OOSTRUM, C.H.A.: "Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852", *ECLJ*, 2021, pp. 15 ss.; LANDINI, S.: "ESG, Green Finance", cit., p. 225 ss.

respeto del ámbito objetivo y subjetivo de aplicación de la disciplina (fijado por el artículo 1, inc. 2, del reglamento *Taxonomy*)⁵³, se busca analíticamente establecer un sistema clasificatorio para permitir la determinación de si una actividad económica puede considerarse sostenible, para identificar el grado de eco-sostenibilidad de una inversión⁵⁴. Para esto la *Taxonomy* introduce parámetros de prestación, que aspiran a ser claros y comprensibles, “para establecer cuáles actividades aportan una contribución sustancial a los objetivos del Green Deal”⁵⁵. En particular, para determinar el grado de sostenibilidad de una inversión, en primer lugar, el art. 3 del Reglamento conecta la sostenibilidad de la actividad ejercida con los objetivos ambientales indicados en el siguiente art. 9, pero también se consideran los procedimientos adelantados para garantizar la aplicación de las líneas guía OCSE destinadas a las empresas multinacionales y de los Principios guía de las Naciones Unidas a propósito de empresas y derechos humanos, o sea, a la conformidad con algunos criterios de análisis técnico *ad hoc* identificados y cuya explicitación ha sido reenviada a actos delegados sucesivos a las oportunas fases de consulta⁵⁶.

Un primer acto delegado (llamado *Climate Delegate Act*) sobre las actividades que se pueden considerar sostenibles para la adaptación al cambio climático y la realización de medidas de mitigación ha sido publicado en diciembre de 2021, junto con una comunicación de la Comisión europea que enumera las razones por las cuales el portal de la finanza sostenible (*Platform on Sustainable Finance*) debería facilitar el acceso para los inversionistas a productos financieros que favorezcan la transición ecológica⁵⁷. El 6 de julio de 2021 ha sido adoptado el reglamento Delegado (UE) 2021/2178, que integra el art. 8 de la *Taxonomy* (llamado *Disclosure Delegated Act*) y ofrece información puntual acerca del contenido y la modalidad

53 Según la cual el reglamento se aplica: “ a) alle misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili; b) ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari; c) alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 19 bis o dell'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio”.

54 Cfr. Art. 1, inc. 1, reg. 18 junio de 2020, n. 852.

55 Cfr. Reglamento delegado (UE) 2021/2139 de la Comisión, del 4 de junio de 2021, que integra el reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo y del Consejo fijando los criterios de análisis técnico que consienten determinar bajo qué condiciones se puede considerar que una actividad económica contribuye de manera sustancial a la mitigación de los cambios climáticos o a la adaptación a los cambios climáticos y si no implica un daño significativo a ningún otro objetivo ambiental, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2139&from=IT>; y también la Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones: *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il green deal europeo*, del 21 de abril de 2021 – COM(2021)188 final, disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/txt/pdf/?uri=celex:52021dc0188&from=ES>.

56 Sobre los requisitos que permiten calificar una actividad económica como sostenible según la *Taxonomy*, cfr. LANDINI, S.: “ESG, Green Finance”, cit., espec. p. 226 s.

57 Cfr. Comunicación de la Comisión al Parlamento europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones: *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il green deal europeo* del 21 de abril de 2021 (COM (2021) 188 final), disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0188&from=EN>

de rendición de cuentas de la información que las empresas no financieras, los gestores de actividades financieras, los entes crediticios, las empresas de inversión, de seguros y reaseguros tienen que comunicar con respecto a las actividades económicas eco-sostenibles y, también mediante la predisposición de modelos *standard* anexos, especifica la metodología para conformarse a dichos deberes informativos⁵⁸. En febrero de 2020 ha sido aprobado el borrador de un ulterior Reglamento delegado que dicta condiciones estrictas para incluir entre las actividades sostenibles según la taxonomía UE⁵⁹ también a aquellas desarrolladas en el sector de la energía nuclear y del gas natural.

Para llegar a una estandarización de los parámetros gracias a los cuales evaluar la sostenibilidad de una actividad, es decisiva la introducción de los *Regulatory Technical Standards* (RTS)⁶⁰, que han sido publicados por la Comisión Europea el 6 de abril de 2022, luego de numerosas consultas técnicas. Los RTS son un grupo consolidado de criterios técnicos que brinda prescripciones adicionales con respecto a algunos perfiles tanto acerca del contenido, como de la metodología de elaboración y a las modalidades de presentación de la información, y uniforma los requisitos de *Disclosure* de la *Sustainable Finance Disclosures Regulation* (SFDR) (Reg. 27 de noviembre de 2019, n. 2088/UE) con la Taxonomía UE⁶¹. Luego de la entrada en vigor del Reglamento delegado relativo a los RTS, las empresas incluidas en el ámbito de aplicación de la SFDR estarían, entonces, obligadas a divulgar los propios indicadores de *performance* de sostenibilidad siguiendo las modalidades cualitativas y cuantitativas previstas por los *standard* técnicos y los modelos de rendición de cuentas brindados para indicar a los *stakeholders* la medida en la cual las actividades que ejercen están alineadas con la taxonomía.

El elevado grado de tecnicismo en la definición de los *standard* por medio de los cuales se cumple con los deberes informativos y la articulación de las cargas de rendición de cuentas anticipan la paradoja a la que se podría llegar haciendo prevalecer la *compliance formale* sobre la transparencia sustancial. De hecho, si no se identifican modalidades para consentir un acceso efectivo por parte de los inversionistas (sobre todo *retail*) a la información que permita evaluar la sostenibilidad de la actividad propuesta por el interlocutor profesional, la difusión del material informativo —también sobreabundante para la selección de la información relevante para el pequeño inversor— podría desalentar la búsqueda de productos sostenibles. Entonces, también con respecto a los factores ESG la

58 El texto del Reglamento delegado y los anexos que constituyen su parte integrante están disponibles en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2178&from=EN>

59 Cfr. https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2022-631_en.pdf

60 Disponibles en [https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/C_2022_1931_1_EN_ACT_part1_v6%20\(1\).pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/C_2022_1931_1_EN_ACT_part1_v6%20(1).pdf)

61 GREWAL, J., RIEDL, E.J., SERAFEIM, G.: "Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure", *Management Science*, 2019, p. 3061 ss.

mera transparencia formal vale para asegurar la legalidad del procedimiento de celebración del contrato, pero no asegura la efectividad del consentimiento del inversor ético y tampoco facilita la selección de productos financieros y de seguros que promuevan la transición ecológica.

Por lo demás, en términos de costos se puede hipotetizar desde ya la significativa entidad de los gastos que las empresas tendrán que asumir para adecuarse a la *taxonomy* y el distinto impacto que estos tendrán sobre la realidad empresarial específica en razón de la relativa dimensión.

Así, la tentativa de la Unión Europea de favorecer la transición ecológica por medio de una reglamentación puntual de los índices ESG y de sus indicadores de *performance* en el sector de los servicios financieros podría no ser suficiente por sí sola para ralentizar las consecuencias del cambio climático y moldear un sistema económico efectivamente capaz de contrastarlas⁶². Ya ha sido denunciado que las cargas de *disclosure* impuestas a los actores económicos con respecto a las estrategias propias de gestión de los riesgos *ESG-linked* y a los *standard* que hay que aplicar para calificar un actividad como sostenible, a pesar de estar acompañados por el fortalecimiento de las tareas de supervisión y dirección por parte de la autoridad de vigilancia del sector, no va acompañado de un régimen de responsabilidad o de sanciones para las empresas irresponsables desde el punto de vista social o ambiental⁶³. Sin estos elementos, la introducción de *standard* técnicos que aseguren la “mensurabilidad” de la sostenibilidad reduce la incertidumbre y permite aislar los distintos factores de riesgo ESG también para consentir una cobertura⁶⁴, pero con el riesgo de limitarse a una transformación numérica de datos complejos⁶⁵, que delegue integralmente al mercado la re-determinación de los equilibrios entre *asset* insostenibles y sostenibles sobre la base de indicadores fisiológicamente incompletos⁶⁶.

El impacto de los factores ESG en la economía real y en la actividad empresarial hace inevitable una intervención dirigida a evitar comportamientos predatorios y fallas del mercado que se aprovechen de un *déficit* reglamentario

62 Así PISTOR, K.: “Green Markets Won’t Save Us”, *Social Europe*, 24 March 2021, quien nota que “the European Union’s new regulation on ‘sustainability-related disclosures in the financial services sector’ looks like yet another attempt to address climate change without actually paying the full bill for it”.

63 De nuevo PISTOR, K., “Green Markets”, cit.

64 Cfr. *Sustainable Finance Across Insurance Providers*, disponible en https://www.fc4s.org/viewpdf.php?pdf_file=wp-content/uploads/2021/07/Deck_05_01.pdf

65 PISTOR, K., “Green Markets”, cit., quien reflexiona más ampliamente sobre la relación entre legislación y modelo económico en PISTOR, K., *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press, Princeton, 2019.

66 Cfr. PACCES, A., “Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?”, cit, p. 21, quien pone en evidencia que la determinación del nuevo equilibrio entre intereses económicos y ambientales será fijada por el mercado: “the pace of the transition will be set, in different industries, by the market revealing the desired combinations of environmental sustainability and financial return through the beneficiaries’ choice of institutional investors”.

sobre la información relativa a ellos⁶⁷. Sin embargo, la identificación de criterios armonizados para permitir calificar de forma unívoca el significado y alcance de la sostenibilidad en ámbito empresarial debe entenderse como fase preliminar a operaciones político-institucionales y de largo plazo. En la perspectiva de una planificación estratégica para el mercado interno de la Unión europea, la consideración de los riesgos y de los factores ESG por parte de los operadores financieros y de seguros puede estimular la transición ecológica⁶⁸. Sin embargo, solo si se refuerza la cooperación entre público y privado en la perspectiva del bienestar integrado e intergeneracional pueden producirse cambios sistémicos suficientemente profundos para que la transición se cumpla y se cree un punto de convergencia entre el interés económico actual y los intereses sociales y ambientales inter-temporales⁶⁹.

-
- 67 También PACCES, A., "Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?", cit. p. 3, quien no esconde las imperfecciones de la taxonomía UE, pero reconoce el mérito de reducir "the ambiguity underlying greenwashing" y de incentivar a los inversionistas a "to act on their portfolio companies, by way of exit or voice, to meet the preferences of sustainability-minded beneficiaries"; HEALY, P.M., PALEPU, K.G., "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, pp. 405 ss.
- 68 Cfr. JARZABKOWSKI, P., CHALKIAS, K., CLARKE, D., IYAHEN, E., STADTMUELLER, D., ZWICK, A., *Insurance for Climate Adaptation: Opportunities and Limitations*, Rotterdam - Washington, 2019, disponible en https://www.insuresilience.org/wp-content/uploads/2019/08/Insurance-for-climate-adaptation_Opportunities-and-Limitations_Web.pdf
- 69 Cfr. PERLINGIERI, P., "I diritti umani come base dello sviluppo sostenibile. Aspetti giuridici e sociologici", *Riv. giur. Molise Sannio*, 2000, pp. 11 ss.; y en PERLINGIERI, P., *La persona e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Esi, Napoli, 2005, pp. 73 ss.; ahora en PERLINGIERI, P., *Lezioni (1969-2019)*, I, Esi, Napoli, 2020, pp. 161 ss. D'ALOIA, A., voz *Generazioni future (diritto costituzionale)*, en *Enc. dir.*, Ann., IX, Giuffrè, Milano, 2016, pp. 331 ss.; PORENA, D., *Il principio di sostenibilità. Contributo allo studio di un programma costituzionale di solidarietà intergenerazionale*, Torino, 2017, pp. 285 ss.

BIBLIOGRAFÍA

BAKER, M., BERGSTRESSER, D., SERAFEIM, G., WURGLER, J.: *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of US Green Bonds*, (No. w25194), National Bureau of Economic Research, 2018, pp. 1 ss.

BARBA, A.: *Capacità del consumatore e funzionamento del mercato. Valutazione e divieto delle pratiche commerciali*, Giappichelli, Torino, 2021

BARCELLONA, M.: *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Giuffrè, Milano, 2009

BARRAL, V.: "The Principle of Sustainable Development", en *Principles of Environmental Law* (ed. por L. KRAMER, E. ORLANDO), Edward Edgar Publishing, Cheltenham, 2018, pp. 103 ss.

BASEDOW, J.: "The State's Private Law and the Economy – Commercial Law as an Amalgam of Public and Private Rule-Making", *Am. J. Comp Law*, 2008, pp. 703 ss.

BENEDETTI, G.: "Appunti e osservazioni sul seminario", en *Persona e mercato. Lezioni* (ed. por G. VETTORI), Cedam, Padova, 1996, pp. 131 ss.

BERNARDINI, E., FAIELLA, I., LAVECCHIA, L., MISTRETTA, A., NATOLI, F.: *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, 2021, *Occasional paper* della Banca d'Italia, n. 6080

BERTELLI, F.: *Le dichiarazioni di sostenibilità nella fornitura di beni di consumo*, Giappichelli, Torino, 2022

BERTELLI, F.: *Profili civilistici del "dieselgate". Questioni risolte e tensioni irrisolte tra mercato e sostenibilità*, Esi, Napoli, 2021, pp. 169 ss.

BOSELMMANN, K.: *The Principle of Sustainability: Transforming Law and Governance*, Routledge, New York, 2017, pp. 75 ss.

BRUNI, L., ZAMAGNI, S.: *Economia civile: efficienza, equità, felicità pubblica*, Il Mulino, Bologna, 2004.

BRUNI, L., ZAMAGNI, S.: *L'economia civile*, Bologna, 2015, pp. 92 ss. y 103 ss.

CAFAGNO, M.: "Analisi economica del diritto e ambiente, tra metanarrazioni e pragmatismo", *Il diritto dell'economia*, 2019, pp. 159 ss.

CAMPIGLIO, E., DAFERMOS, Y., MONNIN, P., RYAN-COLLINS, J., SCHOTTEN, G. TANAKA, M.: "Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators", *Nature Climate Change*, 2018, pp. 462 ss.

CAPALDO, G.: "Linee evolutive in tema di soggetti per una società sostenibile", *Pers. merc.*, 2020, pos. 334 ss.

CARTA, M.C.: "Il Green Deal europeo. Considerazioni critiche sulla tutela dell'ambiente e le iniziative di diritto UE", *Eurojus*, 2020, pp. 54 ss.

CASSESE, S.: "L'arena pubblica. Nuovi paradigmi per lo Stato", *Riv. trim. dir. pubb.*, 2001, pp. 607 ss.

CASSESE, S.: "Quattro paradossi sui rapporti tra poteri pubblici ed autonomie private", *Riv. trim. dir. pubb.*, 2000, pp. 389 ss.

CATERINI, E.: "La 'sostenibilità' nell'esperienza giuridica contemporanea. In occasione della discussione svoltasi nell'Ateneo barese", in *Sostenibilità: sfida o presupposto?* (ed. por D.A., BENITEZ, C. FAVA), Wolters Kluwer, Milano, 2019, p. 77 ss.

CATERINI, E.: "Sustainability and Civil Law", *ItaLJ*, 2018, pp. 289 ss.

CATERINI, E.: *Sostenibilità e ordinamento civile, Per una riproposizione della questione sociale*, Esi, Napoli, 2018, espec. p. 96 ss.

CAVALIERE, S.: "La prospettiva dei green bonds per la finanza sostenibile", *Dir. pub. eu.*, 2020, pp. 1 ss.

CUCUMILE, P.: "Il 'Green Deal' europeo", *ambientediritto*, 2021.

D'ALOIA, A.: *voz Generazioni future (diritto costituzionale)*, in *Enc. dir.*, Ann., IX, Milano, 2016, pp. 331 ss.

D'ORAZIO, P., POPOYAN, L., MONNIN, P.: "Prudential Regulation Can Help Tackling Climate Change", *CEP Blog*, Febrero 2019, disponibile en: <https://www.cepweb.org/prudential-regulation-can-help-in-tackling-climate-change/>

D'ORAZIO, P., POPOYAN, L.: *Taking Up the Climate Change Challenge: A New Perspective on Central Banking*, LEM Papers Series 2020/19, Laboratory of Economics and Management (LEM), Sant'Anna School of Advanced Studies, Pisa, 2020, pp. 1 ss.

DI RAIMO, R., MINGONE, C.: "Strumenti di finanziamento al terzo settore e politiche di intervento locale nella 'società inclusiva' europea. (Dalla filantropia alla finanza alternativa)", *Giust. civ.*, 2017, pp. 139 ss.

DAVINI, S., DE GIOIA CARABELLESE, P.: "Derivati ESG ed altri prodotti finanziari sostenibili", *Dirittobancario*, 2019, pp. 1 ss.

DEL GIUDICE, A.: *La finanza sostenibile*, Giappichelli, Torino, 2019.

FALCONE, M.: "La tutela dell'ambiente nel difficile bilanciamento tra diritti fondamentali ed esigenze economiche", *Studi sull'integrazione europea*, 2017, pp. 365 ss.

FLAMMER, C.: "Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors", *AMJ*, 2013, pp. 758 ss.

FOIS, P.: *Il diritto ambientale dell'Unione europea*, en *Diritto ambientale. Profili internazionali, europei e comparati* (coord. por G. CORDINI, P. FOIS, S. MARCHISIO), Giappichelli, Torino, 2017, pp. 78 ss.

GENTILI, A.: "Il diritto regolatorio", *Riv. dir. banc.*, 2020, pp. 30 ss.

GREWAL, J., RIEDL, E.J., SERAFEIM, G.: "Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure", *Management Science*, 2019, p. 3061 ss.

HEALY, P.M., PALEPU, K.G.: "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and The Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature", *Journal of Accounting and Economics*, 2001, pp. 405 ss.

HJORT, I.: *Potential Climate Risks in Financial Markets: A Literature Overview*, Memorandum, Working Paper No. 01/2016, University of Oslo, Oslo, 2016.

JARZABKOWSKI, P., CHALKIAS, K., CLARKE, D., IYAHEN, E., STADTMUELLER, D., ZWICK, A.: *Insurance for Climate Adaptation: Opportunities and Limitations*, Rotterdam - Washington, 2019, disponibile en: https://www.insuresilience.org/wp-content/uploads/2019/08/Insurance-for-climate-adaptation_Opportunities-and-Limitations_Web.pdf

LANDINI, S.: "ESG, Green Finance, assicurazioni e previdenza complementare", *Corporate Governance*, 2022, pp. 221 ss.

LASKOWSKA, A.: "The Green Bond as a Prospective Instrument of the Global Debt Market", *CJFA*, 2017, pp. 69 ss.

LAZZAROLI, L.: "Sviluppare la finanza sostenibile: sfide e priorità europee e il ruolo della BEI", *Bancaria*, 2020, pp. 17 ss.

LIBERTINI, M.: "Concorrenza e coesione sociale", *Orizz. dir. comm.*, 2013, disponibile en http://images.rivistaodc.eu/f/articoli/101_articolo_pyms6_orizzonti.pdf; *Pers. merc.*, 2015, pp. 53 ss.

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*, Studio Consob, Roma, 202.

LIONETTO, L.: "Il Green Deal europeo. Inquadramento giuridico e prospettive di attuazione", *Jus online*, 2020, pp. 105 ss.

LIPARI, N.: "Ancora su persona e mercato", *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, pp. 423 ss.

LIPARI, N.: "Il ruolo del terzo settore nella crisi dello Stato", *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, pp. 637 ss.

MACCHIAVELLO, E.: "Possono esistere 'banche etiche'? La nuova definizione normativa di 'operatori di finanza etica e sostenibile' tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi", *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, pp. 188 ss.

MACCHIAVELLO, E., SIRI, M.: *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green FinTech'*, European Banking Institute Working Paper Series 2020 – no. 71, disponibile en: <https://ssrn.com/abstract=3672989>

MAZZAMUTO, S.: "Costituzione economica, libertà d'impresa e ausili finanziari", *Jus*, 1983, pp. 391 ss.

MAZZAMUTO, S.: "Libertà contrattuale e utilità sociale", *Eur. dir. priv.*, 2011, p. 365 ss.

MAZZAMUTO, S.: *Il contratto di diritto europeo*, 4ª ed., Giappichelli, Torino, 2020, pp. 33 ss. et 148 ss.;

MICKLITZ, H.W.: "The Visible Hand of European Regulatory Private Law - The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation", *Yearbook of European Law*, 2009, p. 3 ss.

MONNIN, P.: "Central Banks Should Reflect Climate Risks in Monetary Policy Operations", *SUERF Policy Note*, 2018, n. 41, pp. 1 ss.

NATOLI, R.: "Il diritto privato regolatorio", *Riv. reg. merc.*, 2020, pp. 134 ss.

NAUGHTON, J.P., WANG, C., YEUNG, I.: "Investor Sentiment for Corporate Social Performance", *The Accounting Review*, 2019, pp. 401 ss.

NONNE, L.: "Il microcredito solidale, profili tipologici e proposte disciplinari", *Banca borsa tit. cred.*, 2011, pp. 49 ss.

NORDHAUS, W.D.: "Economic Growth and Climate: The Carbon Dioxide Problem", *Am. Econ. Rev.*, 1977, pp. 341 ss.

NORDHAUS, W.D.: "To Slow or Not To Slow: The Economics of the Greenhouse Effect", *Econ. J.*, 1991, pp. 920 ss.

NORDHAUS, W.D., BOYER, J.: *Warming the World: Economic Models of Global Warming*, London MIT Press, Cambridge (Ma), 2000.

NUSSBAUM, M.C.: *Creating Capabilities: The Human Development*, Harvard University Press, Cambridge (Ma), 2011, pp. 185 ss.

NUZZO, Mar.: *Utilità sociale e autonomia privata*, Giuffrè, Milano, 1975.

OMAN, W., SVARTZMAN, R.: "What Justifies Sustainable Finance Measures? Financial-Economic Interactions and Possible Implications for Policymakers", *CESifo Forum*, 2021, pp. 3 ss.

OSTROM, E.: "Social Capital: A Fad or a Fundamental Concept?", en *Social Capital: A Multifaceted Perspective* (ed. por P. DASGUPTA, D. SERAGELDIN), Word Bank, Washington, 2000, pp. 172 ss.

PACCES, A.: "Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?", *Sustainability*, 2021, pp. 1 ss.

PENNASILICO, M.: "Dal 'controllo' alla 'conformazione' dei contratti: itinerari della meritevolezza", *Contr. impr.*, 2020, pp. 823 ss.

PENNASILICO, M.: "Economia circolare e diritto: ripensare la sostenibilità", *Pers. merc.*, 2021, pp. 714 ss.

PENNASILICO, M.: "Recensione a E. Caterini, Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale", en *Rass. dir. civ.*, 2018, pp. 1511 ss.

PERFETTI, A.: "Gli strumenti normativi e finanziari della politica di coesione dell'Unione europea tesi alla valorizzazione della dimensione ambientale", *DPCE online*, 2019, pp. 1017 ss.

PERLINGIERI, G.: "'Sostenibilità', ordinamento giuridico e 'retorica dei diritti'. A margine di un recente libro", *Foro nap.*, 2020, pp. 101 ss.

PERLINGIERI, P.: "I diritti umani come base dello sviluppo sostenibile. Aspetti giuridici e sociologici", *Riv. giur. Molise Sannio*, 2000, pp. 11 ss.; y en PERLINGIERI, P., *La persona e i suoi diritti. Problemi del diritto civile*, Esi, Napoli, 2005, pp. 73 ss.; ahora en PERLINGIERI, P., *Lezioni (1969-2019)*, I, Esi, Napoli, 2020, pp. 161 ss.

PERLINGIERI, P.: "Principio personalista, dignità umana e rapporti civili", en *Ann. SISDiC*, 2020, pp. 1 ss.

PETTIFOR, A.: *The Case for the Green New Deal*, Verso, London-New York, 2019.

PEZZUTO, A.: "La Guida della BCE sui rischi climatici e ambientali", *Magistra Banca Finanza*, 22 dicembre 2020, disponible en https://www.tidona.com/la-guida-della-bce-sui-rischi-climatici-e-ambientali/#_ftnref3

PISTOR, K.: "Green Markets Won't Save Us", *Social Europe*, 24 de marzo de 2021.

PISTOR, K.: *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press, Princeton, 2019.

PORENA, D.: *Il principio di sostenibilità. Contributo allo studio di un programma costituzionale di solidarietà intergenerazionale*, Giappichelli, Torino, 2017.

QUARTARONE, A.: "Etica in finanza", *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, pp. 129 ss.

RENNA, M.: "Strumenti finanziari e terzo settore", *Dir. merc. ass. fin.*, 2018, pp. 289 ss.

RICCIUTO, V.: *Regolazione del mercato e "funzionalizzazione" del contratto*, en *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Esi, Napoli, 2008, pp. 1611 ss.

ROLANDO, F.: "L'attuazione del Green Deal e del Dispositivo per la ripresa e resilienza: siamo effettivamente sulla strada per raggiungere la sostenibilità ambientale?", *L'osservatorio europeo*, 2022.

ROMANI, A.: "Green bonds: meriti e sfide di un prodotto in rapida diffusione", *Bancaria*, 2016, pp. 49 ss.

SABATINI, G.: "Finanza d'impatto e Action Plan sulla finanza sostenibile: il percorso delle banche europee", *Bancaria*, 2019, pp. 23 ss.

SEN, A.K.: *Collective Choice and Social Welfare*, Holden Day, San Francisco, 1970, pp. 41 ss.

SEN, A.K.: *The Idea of Justice*, Harvard University Press, Cambridge (Ma), 2009, pp. 91 ss.

SERAFEIM, G., YOON, A.: *Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement*, Harvard Business School Working Paper n. 21-079, 2021.

STERN, N., STIGLITZ, J.E., TAYLOR, C.: *The Economics of Immense Risk, Urgent Action and Radical Change: Towards New Approaches to the Economics of Climate Change*, NBER Working Paper No. 28472, Febrero 2021.

STIBBE D., e PRESCOTT, D.: *The SDG Partnership Guidebook: A Practical Guide to Building High-Impact Multi-Stakeholder Partnerships for the Sustainable Development Goals*, 2020, disponibile en: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2698SDG_Partnership_Guidebook_1.01_web.pdf

STIGLITZ, J.E.: *Let's Force Finance to Save the Planet*, 11 de septiembre 2021.

VAN OOSTRUM, C.H.A.: "Sustainability Through Transparency and Definitions: A Few Thoughts on Regulation (EU) 2019/2088 and Regulation (EU) 2020/852", *ECLJ*, 2021, pp. 15 ss.

VENTURI, P., PERRA, G.: "La finanza di impatto per i cambiamenti climatici", *finanzasostenibile.it*, 2018.

VETTORI, G.: "Diritti e coesione sociale. Appunti per il seminario fiorentino del giorno 8 giugno 2012", *Pers. merc.*, 2012, pp. 4 ss.

WEITZMAN, M.L.: "A Review of The Stern Review on the Economics of Climate Change", *J. Econ. Lit.*, 2007, pp. 703 ss.

WEITZMAN, M.L.: "On Modeling and Interpreting the Economics of Catastrophic Climate Change", *Rev. Econ. Stat.*, 2009, pp. 1 ss.

ZOPPINI, A.: "Diritto privato generale, diritto speciale, diritto regolatorio", *Ars Interpretandi*, 2021, pp. 37 ss.

ZOPPINI, A.: "Diritto privato vs diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)", *Riv. dir. civ.*, 2013, pp. 515 ss.

ZOPPINI, A.: "Il diritto privato e le 'libertà fondamentali' dell'Unione europea (principi e problemi della 'Drittwirkung' nel mercato unico)", *Riv. dir. civ.*, 2016, pp. 712 ss.

ZOPPINI, A.: *Il diritto privato e i suoi confini*, Il Mulino, Bologna, 2020.