

Antonio Las Casas*

Dai diritti di emissione alla finanza green. Le nuove frontiere e i limiti dei modelli privatistici per la tutela dell'ambiente

Emission trading and green finance: new frontiers and drawbacks of private environmental governance

DOI: 10.7413/19705476033

Abstract: 'Economic models' for the protection of environment, as opposed to 'command and control' models, apply market incentives to induce private actors to adopt environmentally responsible behaviors. Such models mainly rely on private law tools, such as property and contract. This paper analyzes social implications and regulatory limits of two of those models from an ecological perspective: the longstanding 'emission trading system' and the more recent use of financial instruments specifically aimed at the development of environmentally sustainable projects (green bonds).

Parole chiave: Emission trading; green bonds; property rights; contract; ecology of law

1. I modelli economici di tutela dell'ambiente

La consueta tassonomia dei modelli giuridici di tutela dell'ambiente distingue tradizionalmente tra modelli di 'comando e controllo' o di 'regolazione diretta' e 'modelli economici' o 'di mercato'¹. Nel primo caso, la conservazione o il miglioramento delle risorse ambientali vengono perseguiti mediante l'imposizione di standard fissati dal decisore pubblico e presidiati da divieti, obblighi positivi e sanzioni. I modelli economici, invece, affidano il raggiungimento degli obiettivi di tutela dell'ambiente ad incentivi economici destinati a influenzare il comportamento degli attori del mercato determinando così effetti benefici sulle risorse ambientali.

Tali modelli economici assegnano quindi all'intervento del diritto il compito di trasformare le ricadute (positive o negative) che i processi di produzione e consumo hanno sull'ambiente – altrimenti relegate, almeno nel breve o medio periodo, nel campo delle 'esternalità' cui il bilancio privato rimane per definizione insensibile – in costi o benefici direttamente rilevanti entro la sfera economica individuale degli attori economici. Tali modelli aspirano in questo modo a conformare le scelte di mercato degli attori economici per orientare la medesima logica utilitaristica

* Professore associato di Diritto privato comparato presso l'Università degli Studi di Catania: alascasas@lex.unict.it.

1 Mattei 1985; Meli 1996 e 2017.

che ne ispira l'operato verso il perseguimento di obiettivi sociali di 'sostenibilità' ambientale dei processi di produzione e consumo².

Il tipo di intervento normativo che nel modo più immediato e intuitivo è in grado di trasformare il costo sociale determinato dal depauperamento delle risorse ambientali in costo privato è naturalmente l'imposizione fiscale (accompagnata eventualmente ad un premio, amministrato egualmente dallo Stato, per l'operatore la cui attività determini invece un beneficio per l'ambiente), che costituisce in qualche modo l'archetipo dei modelli economici di tutela dell'ambiente³ la cui *ratio* fondamentale emerge anche, naturalmente, nel principio 'chi inquina paga' che ispira il diritto europeo dell'ambiente⁴. Il pieno dispiegamento della logica sottostante a tali modelli economici di tutela e dell'obiettivo dell'efficienza economica cui essi si ispirano si ha però con quei sistemi che rimettono integralmente agli attori privati il funzionamento di quel gioco di incentivi economici destinato a produrre effetti benefici sull'ambiente, attraverso la costruzione di mercati capaci di assegnare un prezzo o un valore economico all'impatto ambientale dei processi di produzione e consumo.

La peculiare compatibilità che questi strumenti aspirano a realizzare tra la logica utilitaristica del mercato e le istanze ecologiche ha fatto sì che su di essi faccia particolare affidamento la declinazione fondamentale della tutela dell'ambiente nello scenario globale, almeno a partire dal Protocollo di Kyoto del 1997, e cioè la lotta ai cambiamenti climatici. Il riscaldamento globale costituisce infatti il capitolo centrale della questione ambientale, il più denso di implicazioni sociali (evidenti, ad esempio, nella questione dei c.d. migranti climatici) e capace di mobilitare l'opinione pubblica anche in relazione ad esiti catastrofici generalmente attribuiti, non senza controversie, alle conseguenze dell'accumulo dei gas a effetto serra⁵. Il conseguimento degli obiettivi di 'raffreddamento' globale che gli Stati si sono assegnati a partire dal Protocollo di Kyoto (e, poi, con l'Accordo di Parigi del 2015) implica imponenti costi per la riconversione dei modelli (ancora attuali) di produzione e consumo e genera quindi potenti resistenze da parte di Stati e attori economici. I modelli economici di regolazione dell'ambiente, e gli strumenti giuridici privatistici che essi interpellano, rappresentano allora un elemento centrale della strategia fatta propria dagli Stati e dagli organismi internazionali per il contrasto al riscaldamento globale, nel quadro di un compromesso tra esigenze del mercato e istanze ecologiche.

Il più noto, e da tempo sperimentato, di tali sistemi è quello dei c.d. 'permessi di emissione' commerciabili (c.d. *emission trading system*), che ha dato vita ad un mercato entro il quale i soggetti che esercitano attività inquinanti possono acquistare o vendere il 'diritto' di emettere 'quote' di sostanze nocive nell'atmosfera.

2 Cfr. Clarich 2007

3 Secondo un'impostazione generale, che predica l'internalizzazione delle esternalità negative e positive mediante un sistema di taxes e bounties, che risale alla c.d. economia del benessere di Pigou, 1932: 172-203.

4 Meli 1996 e 2017.

5 Cfr. ad esempio Acot 2007.

Alla base dell'adozione di tale modello sta la sfiducia, manifestatasi inizialmente nel contesto statunitense a partire dagli anni '80 del secolo scorso, verso i modelli di comando e controllo, con riguardo, in particolare, alla capacità degli attori pubblici di perseguire l'obiettivo della tutela dell'ambiente in modo economicamente efficiente e coerente con le esigenze (e le aspettative di profitto) della produzione industriale⁶.

Un'analogia sfiducia, declinata più in particolare in termini di insufficienza degli strumenti di finanza pubblica, ha dato impulso, in epoca più recente, alla diffusione nello scenario globale di un nuovo modello di stampo economico, allo stesso modo incentrato su incentivi economici e strumenti giuridici privatistici, che si propone di raccogliere sui mercati finanziari risorse da convogliare verso la realizzazione di obiettivi di sostenibilità ambientale dei processi produttivi⁷. Tale è infatti il compito assegnato ai c.d. *'green bond'*, impiegati almeno dal 2007 e considerati un tipico strumento di "finanza sostenibile", sulla scorta di un'idea – quella dell'utilizzo dei mercati finanziari privati per la realizzazione di modelli di sviluppo socialmente responsabile, attesa l'insufficienza delle politiche di finanza pubblica – poi riferita, più in generale, anche ai c.d. "obiettivi di sviluppo sostenibile" previsti dal piano delle Nazioni Unite "Agenda 2030"⁸.

Tali strumenti appaiono accomunati dal tentativo di creare, mediante meccanismi giuridici, incentivi economici per il conseguimento di benefici sociali di carattere ambientale, affidando così allo stesso mercato e a i suoi attori una funzione di tipo 'regolativo'⁹. I modelli giuridici che ne risultano interpellati sono dunque quelli tipici del 'diritto del mercato' e in particolare la proprietà e il contratto.

Sotto questo profilo, questi modelli di tutela dell'ambiente pongono, dal punto di vista giuridico, un problema comune rappresentato dalla tensione tra i principi di fondo che governano l'appropriazione esclusiva e l'autonomia privata e il conseguimento dei benefici sociali (e quindi 'esterni', almeno nel breve periodo, rispetto alla sfera economica degli attori del mercato) cui tali modelli sono orientati. Se, cioè, l'idea che sta alla base degli 'incentivi di mercato' per il conseguimento di benefici sociali sembra consistere nel tentativo di trasformare i costi sociali in costi privati o i benefici sociali in benefici privati e far 'circolare' tali costi e benefici (privati/sociali) secondo un meccanismo di mercato, occorre verificare se e fino a che punto gli istituti giuridici fondamentali del mercato (proprietà e contratto) siano attrezzati per assicurare l'effettivo conseguimento degli obiettivi di 'sostenibilità' che ad essi si affidano e, comunque, a quali esiti conduca tale loro impiego con funzione strumentale e regolativa.

6 V., ad esempio, Ackerman e Stewart 1988; Stewart 1993.

7 V. OECD 2017; in generale, sul private environmental governance come alternativa di 'second-best' rispetto alla regolazione pubblica, v. Vandenbergh e Gilligan 2015;

8 Cfr. UN 2015a; UN, 2015b; Commissione Europea 2018; Edwards 2016.

9 Cfr., con riguardo agli strumenti che perseguono tale funzione regolativa attraverso la creazione di diritti di tipo proprietario (quali i diritti di emissione), Colangelo 2012.

2. Il modello dei diritti di emissione negoziabili

Il sistema dei diritti di emissione negoziabili, oltre ad associare un costo ai comportamenti inquinanti, in vista dell'obiettivo della minimizzazione delle emissioni, determina la creazione di un mercato – del tutto artificiale – dei c.d. 'diritti di inquinamento', il cui funzionamento stesso dovrebbe garantire che la riduzione dei comportamenti inquinanti avvenga in modo efficiente dal punto di vista economico. Tale sistema si basa su alcuni assunti tratti da notissime tesi formulate a partire dagli anni '60 del Novecento nel campo delle scienze sociali ed economiche¹⁰. In primo luogo, esso è fondato sull'idea secondo la quale la trasformazione del comportamento inquinante in un costo privato possa contribuire più efficacemente alla cura e conservazione dell'ambiente qualora venga realizzata mediante dispositivi giuridici che 'privatizzino', mediante un'assegnazione secondo modelli proprietari, la facoltà di produrre emissioni inquinanti. Una volta assegnato, mediante un meccanismo di attribuzione esclusiva, tale permesso di immettere emissioni inquinanti nell'atmosfera, poi, il beneficio ambientale verrebbe conseguito in modo economicamente efficiente consentendo ai titolari del permesso di scambiarlo liberamente entro sistema 'di mercato'.

Un primo modello, c.d. *cap and trade*, ampiamente sperimentato, tende a realizzare entrambi tali assunti. Sulla scorta di questo modello, il decisore pubblico, preso atto della ineliminabilità di un certo livello di emissioni inquinanti, fissa un livello complessivo di emissioni considerato tollerabile rispetto al settore di attività regolato (si prendono di solito in considerazione emissioni di CO₂ realizzate da grandi complessi industriali e compagnie aeree) e attribuisce a ciascun operatore la cui attività generi tali emissioni il permesso esclusivo di emettere delle 'quote' che concorrono al raggiungimento dell'ammontare complessivo di emissioni ritenuto tollerabile. Tale assegnazione iniziale delle quote può essere strutturata secondo modalità che immediatamente associno l'attribuzione esclusiva del permesso di tenere il comportamento inquinante ad un costo per l'operatore. I modelli sperimentati, infatti, hanno generalmente mostrato la tendenza a transitare da un iniziale sistema di assegnazione gratuito (c.d. *grandfathering*), giustificato soprattutto dall'esigenza di non modificare improvvisamente i costi della produzione in sede di prima attuazione del meccanismo, verso sistemi di assegnazione a pagamento (c.d. *auctioning*), entro i quali la formazione del prezzo avviene mediante aste aperte agli operatori autorizzati all'acquisto (e quindi mediante un meccanismo anch'esso 'di mercato').

L'assegnazione iniziale del permesso di emettere determinate quantità (quote) di sostanze inquinanti, tendenzialmente verso il pagamento di un prezzo, comporta quindi in primo luogo che ciascuno dei beneficiari di tale attribuzione, oltre a

¹⁰ L'idea dei permessi di inquinamento negoziabili risale a Dales 1968, la cui proposta è debitrice, dal punto di vista della elaborazione teorica sottostante, soprattutto di Coase 1960 e Reich 1964; com'è noto l'idea degli effetti benefici della "privatizzazione" delle risorse comuni veniva espressa, nel medesimo periodo, da Hardin 1968 e, per una versione più antica della medesima idea della *tragedy of commons*, v. Gordon 1954.

sopportare nell'immediato un costo legato alle proprie emissioni, non possa eccedere rispetto alle quote che gli siano state attribuite (*cap*). Al tempo stesso, tuttavia, quegli operatori che abbiano realizzato emissioni inferiori all'ammontare loro attribuito, alla fine del periodo di riferimento, saranno titolari di quote in eccesso, non consumate, che potranno alienare ad altri (*trade*), al prezzo determinato dal mercato. Gli operatori che invece abbiano prodotto emissioni superiori (oltre ad essere generalmente soggetti al pagamento di una sanzione pecuniaria) dovranno procurarsi le quote mancanti acquistandole sul mercato. Ciò implica, naturalmente, non soltanto l'imputazione di un ulteriore costo a quei soggetti che, poiché eccedono rispetto alle emissioni loro assegnate, siano costretti ad acquistare sul mercato le quote mancanti, ma anche di un beneficio economico per coloro che, viceversa, non avendo esaurito le quote attribuite, possano alienare verso corrispettivo quelle risparmiate.

Proprio a tale costruzione di un sistema di libero scambio delle quote è affidato il compito di perseguire gli obiettivi di efficienza, nel processo di regolazione e riduzione delle emissioni inquinanti, tipicamente assegnati al mercato. Ciascun operatore sarebbe infatti spinto a bilanciare al margine il costo della riduzione delle proprie emissioni con il costo dell'acquisto di ulteriori quote di emissione. In questo modo, l'operatore che possa ridurre le proprie emissioni inquinanti sopportando un costo basso, se comparato al prezzo di mercato delle quote, troverà conveniente ridurre il proprio livello di inquinamento e alienare sul mercato le proprie quote in eccesso. L'operatore che invece debba sopportare un costo elevato per la riduzione delle proprie emissioni troverà conveniente utilizzare tutte le quote a propria disposizione ed eventualmente acquistarne altre sul mercato. La riduzione delle emissioni, o, più precisamente, il rispetto del limite generale di tollerabilità generale fissato dal decisore pubblico, avverrebbe così secondo una dinamica coerente con le funzioni di utilità individuali degli attori economici e, dunque, con l'efficienza: l'inquinamento verrebbe ridotto laddove tale riduzione costi meno o, in termini speculari, laddove esso produca un beneficio marginale minore in termini di produzione, mentre rimarrebbe invariato (o addirittura aumenterebbe) laddove il costo della riduzione sia più elevato o, analogamente, esso produca un beneficio marginale maggiore in termini di produzione. La "mano invisibile", quindi, ancora una volta, farebbe sì che le risorse spese per la riduzione del livello di inquinamento trovino la loro destinazione più efficiente poiché esse verrebbero allocate laddove la riduzione produca un beneficio economico comparativamente maggiore.

Una logica analoga viene invece fatta operare in modo inverso dai modelli c.d. *baseline and credit*, mediante i quali si assegna un valore (e quindi, analogamente, un prezzo sul mercato) a quei comportamenti che abbiano effetti benefici sull'ambiente dal punto di vista delle emissioni inquinanti. Tali modelli, di solito applicati congiuntamente a quelli *cap and trade* prendono infatti in considerazione le iniziative che consentono di ridurre le emissioni inquinanti rispetto ad un dato livello iniziale (*baseline*) o che comunque determinino un effetto positivo sull'atmosfera che compensi le emissioni prodotte. Il soggetto che realizzi tali iniziative diverrà titolare di un 'credito' di emissioni (virtualmente capace di compensare, nel calco-

lo complessivo, le emissioni ‘a debito’ e cioè effettivamente prodotte) rappresentativo del beneficio ambientale prodotto, che potrà o consumare direttamente per incrementare il proprio ammontare di emissioni (utilizzandolo quindi quale quota aggiuntiva di emissioni permesse, entro il limite generale di tollerabilità fissato) oppure alienare sul mercato.

Inaugurati negli Stati Uniti a partire dagli anni '80 del secolo scorso, i sistemi di *emission trading* sono stati adottati su scala globale a partire dal Protocollo di Kyoto del 1997, che, nel fissare gli obiettivi a medio termine di riduzione delle emissioni (con impegni poi rinnovati e integrati con l'emendamento di Doha del 2012 e l'Accordo di Parigi del 2015), ne ha affidato il perseguimento anche ad un sofisticato sistema di diritti di emissione negoziabili che combina elementi del modello *cap and trade* e di quello *baseline and credit*¹¹.

L'adesione dell'Unione Europea al Protocollo di Kyoto, con la sottoscrizione di specifici impegni di riduzione delle emissioni all'interno dell'Unione, ha comportato la creazione di un sistema di assegnazione, controllo e negoziazione dei diritti di emissione di dimensione europea, con l'istituzione di un mercato europeo dei diritti di emissione relativo ai gas a effetto serra, che l'Unione ha realizzato e disciplinato mediante numerosi atti normativi, quale parte essenziale della strategia volta a raggiungere gli obiettivi di Kyoto “nel modo economicamente più razionale” e al minor costo¹².

Il modello ha dato vita ad un mercato primario, al quale partecipano, mediante il sistema delle aste¹³, sia i soggetti obbligati per legge a munirsi del permesso di emissione (essenzialmente: grandi impianti industriali e imprese di trasporto aereo), sia istituti di credito e società di investimento, e ad un mercato secondario, aperto a tutti, che ha consentito lo sviluppo di svariate tipologie di prodotti finanziari derivati¹⁴. Il complessivo mercato cui tale modello ha condotto soddisfa pertanto non solo il ‘bisogno’ (integralmente determinato dalla regolazione giuridica) dei soggetti che producono emissioni, quali destinatari immediati del ‘bene’ che la quota rappresenta e delle utilità che esso fornisce, ma anche istanze di investimento o speculative, generando così, in conseguenza della finanziarizzazione, anche occasioni di profitto in parte autonome dall'effettivo conseguimento dell'obiettivo di riduzione delle emissioni sottostante al modello.

11 Per l'analisi dettagliata dei sistemi dei permessi di emissione negoziabili sperimentati nella prassi v. Jacometti 2010; Colangelo 2012, 125-175.

12 Cfr. il considerando n. 5 e l'art 1 della direttiva 2003/87/CE, che istituisce il sistema di scambio delle quote di emissioni di gas a effetto serra nella Comunità “al fine di promuovere la riduzione di dette emissioni secondo criteri di validità in termini di costi e di efficienza economica”; alla disciplina europea concorrono poi le direttive 2004/101/CE, 2008/101/CE, 2009/29/CE (v. Pozzo 2003 e 2010); inoltre, la Direttiva (UE) 2018/410.

13 Originariamente disciplinato dal Regolamento (UE) n. 1031/2010, modificato da numerosi regolamenti successivi l'ultimo dei quali è il Regolamento delegato (UE) n. 2019/1868.

14 V. Caso 2014

3. I diritti di emissione e l'appartenenza come tecnica di regolazione

Il limite principale che il sistema dei permessi di emissione negoziabili ha dimostrato sul piano operativo riguarda proprio il nucleo essenziale del funzionamento del mercato e cioè la formazione del prezzo all'esito dell'incontro tra domanda e offerta e il tipo di incentivo economico che esso determina rispetto agli effetti inquinanti delle attività regolate. Il prezzo di mercato delle quote – in conseguenza probabilmente di un eccesso delle quote disponibili, unito all'iniziale distribuzione gratuita – si è rivelato per molto tempo di gran lunga inferiore al c.d. *switching price* e cioè a quel prezzo teorico che determina un costo delle tecnologie a emissione di CO₂ almeno uguale a quello delle tecnologie 'pulite' (e che quindi, una volta superato, dovrebbe indurre alla riconversione della tecnologia impiegata)¹⁵. Ciò ha sollecitato, almeno nel contesto europeo, specifici interventi 'manipolativi' da parte delle istituzioni volti a dosare la quantità di quote in circolazione in relazione alla domanda al fine di incrementarne il prezzo, rivelando così la necessità di rilevanti correttivi rispetto ad un mercato che non sembra essere autonomamente in grado di perseguire i benefici sociali che gli sono affidati¹⁶.

Indipendentemente dalla funzionalità del mercato cui il modello dà luogo, tuttavia, la questione essenziale che esso pone sembra riguardare il tipo di rapporto che esso istituisce tra le risorse naturali e i soggetti interessati ad avervi accesso e il modo in cui esso di conseguenza traduce in termini giuridici il problema del contrasto al cambiamento climatico.

Nel linguaggio della dogmatica giuridica, una questione simile sembra emergere, sebbene in modo non del tutto esplicito, nel dibattito intorno alla 'natura giuridica' delle quote o permessi, che tradizionalmente oscilla, in particolare nei sistemi italiano e francese, tra la valorizzazione del ruolo dell'autorità amministrativa (ipotizzando la qualificazione in termini di autorizzazioni o concessioni) e l'adozione di un punto di vista specificamente privatistico che equipara le quote a beni giuridici¹⁷.

Per quanto la domanda circa la 'natura giuridica' dei permessi nei termini della dogmatica si riveli probabilmente in gran parte non conducente – ove con essa

15 Tra il 2005 e il 2007 il prezzo dei permessi nel sistema di emission trading europeo ha oscillato tra i 20 euro per tonnellata di CO₂ e valori prossimi allo zero; tra 2013 e il 2017 è stato mediamente costante intorno ai 5 euro per tonnellata. A partire dal 2018 si è registrato un incremento dei prezzi, arrivati, nel primo trimestre del 2020, a 22,3 euro sul mercato primario e 22,8 sul mercato secondario. I dati completi sul mercato europeo sono forniti, in Italia, dal Gestore dei servizi energetici (GSE s.p.a.); sulle possibili cause del basso livello dei prezzi v. Koch, Fuss, Grosjean, Edenhofer 2014; sul livello di prezzo della CO₂ ottimale per il raggiungimento degli obiettivi climatici dell'accordo di Parigi, v. High-Level Commission on Carbon Prices 2017 (che stima tale prezzo almeno pari a 40-80 dollari per tonnellata di CO₂ entro il 2020 e 50-100 dollari per tonnellata entro il 2030).

16 Sulle distorsioni determinate dal basso livello dei prezzi e sugli interventi di amministrazione del mercato v. Wilhelmi 2017, 200-206.

17 Per una dettagliata ricostruzione del dibattito in chiave comparata v. Jacometti 2010: 283-461; M. Colangelo 2012: 162-172; Manea 2012.

si volesse giungere ad affermare una univoca e generale ‘natura’ della quota in grado di riassumerne tutti gli aspetti di disciplina¹⁸ – è tuttavia evidente che il modello esibisce il suo tratto essenziale e caratterizzante nell’utilizzo di dispositivi di attribuzione esclusiva che operano sul piano della creazione e circolazione di ‘beni’, creati e conformati dalla regolazione giuridica e dall’intervento dell’autorità amministrativa, quali specifici strumenti di disciplina della questione ambientale¹⁹. Questo aspetto – che in definitiva induce ad equiparare le quote e le utilità che esse rappresentano a beni giuridici, una volta che l’orizzonte di tale nozione si sia ampliato alle c.d. *new properties*²⁰ – sebbene si riveli probabilmente di per sé non sufficiente a risolvere in modo univoco tutti i profili di disciplina delle quote, rivela però l’impostazione politica sottostante al modello e contribuisce a legittimarlo, nello scenario globale, quale tentativo di perseguire gli obiettivi di miglioramento climatico garantendo al tempo stesso la strutturale destinazione delle risorse naturali all’appropriazione privata per le esigenze della produzione e regolandone l’accesso sulla base di criteri di mercato.

Mediante il sistema dei permessi di emissione, cioè, il sistema giuridico transnazionale, a fronte delle altre possibili opzioni di disciplina astrattamente disponibili, imposta la questione del controllo (e della riduzione) delle emissioni quale problema di attribuzione e appartenenza esclusiva di risorse in vista della loro incorporazione in un processo produttivo²¹. Tale traduzione in termini giuridici della questione ambientale avviene mediante la creazione di situazioni di tipo proprietario che rendono giuridicamente scarsa la risorsa alla quale si riferiscono (la possibilità di emettere CO₂ e quindi, indirettamente, l’atmosfera) e ne subordinano l’accesso ad un costo. Questa assegnazione proprietaria della risorsa e la corrispondenza che essa istituisce sul piano giuridico con la scarsità che essa in effetti esibisce in natura, mentre ne costituiscono la specifica tecnica giuridica di

18 La questione sembra poter essere impostata in modo più convincente secondo il paradigma delle qualificazioni multiple in relazione al diverso “tipo di problema” che di volta in volta la quota può porre al sistema giuridico, v. in termini generali sul paradigma del “tipo normativo di problema” Barcellona 1996: 101-138. Sull’impossibilità di far discendere dal riconoscimento delle quote quali ‘beni’ in senso giuridico indicazioni univoche circa la disciplina applicabile v. Camardi 2018.

19 Per indicare tale peculiare funzione ‘regolativa’ del paradigma proprietario (comune ad una molteplicità di applicazioni di modelli proprietari rispetto a nuovi beni tipicamente immateriali) la dottrina impiega una varietà di terminologie: v. Stewart 1990 (“hybrid property”); Godt 2017 (“regulatory property”); Manea 2014 (“instrumental property”); Colangelo 2012 (“administratively created property rights”); per una discussione della funzione regolativa dei modelli proprietari, v. poi Mezzanotte 2016.

20 Secondo l’originaria terminologia di Reich 1964 (ma v., per i limiti esplicativi dell’idea della c.d. ‘new property’ di Reich in relazione ai sistemi di creazione di diritti proprietari in via amministrativa, Camardi, 2018) poi impiegata, soprattutto nel dibattito italiano, per indicare quelle nuove utilità (prevalentemente immateriali) oggetto di diritti di tipo proprietario: cfr. Gambaro 2004.

21 Per l’analisi del significato e delle implicazioni dei modelli giuridici di trattamento dei problemi materiali incentrata sul paradigma del “tipo normativo di problema” piuttosto che sull’indagine sulla ‘natura giuridica’ v. Barcellona, 1996: 101-138.

tutela²², ne sanciscono al tempo stesso, quale conseguenza del medesimo paradigma proprietario, anche la libera consumabilità e scambiabilità quale bene privato.

La legittimazione ad acquistare una ‘quota’ di emissioni inquinanti rifluisce quindi in primo luogo sul trattamento giuridico della ‘risorsa’ sottostante che ne risulta (indirettamente) ‘consumata’ (l’atmosfera), facendola deliberatamente transitare, in forza della scelta di un decisore pubblico che agisce quale suo ‘proprietario’, dall’ambito di ciò che è attribuito ‘indivisamente’ alla collettività (e alle generazioni future) a quello della appropriazione esclusiva e della scambiabilità e determinando così le condizioni per la sua trasformazione da valore d’uso in valore di scambio²³. Il medesimo meccanismo incide poi sul trattamento giuridico, e dunque sul significato sociale, del comportamento inquinante che – per quanto socialmente dannoso – viene trattato quale possibilità di ‘*facere*’ suscettibile di acquisto contro un prezzo, pur entro un limite generale di tollerabilità. Peraltro, proprio il carattere proprietario dell’attribuzione che consegue a tale acquisto, fa sì che la porzione di ‘natura’ non consumata (mediante emissioni) rimanga comunque nella disponibilità del titolare e all’interno del medesimo circuito del consumo privato. Anche l’eventuale ‘regressione’ della risorsa a ‘valore d’uso’ nuovamente destinato alla collettività a seguito iniziative di eventuali attori del medesimo mercato portatori di interessi opposti (ad esempio ONG che acquistino quote al solo scopo ridurre l’ammontare totale di emissioni) non potrà che passare per un’ulteriore alienazione alle condizioni decise dal mercato e dipendere quindi in definitiva da quanto i diversi attori che si contendono la risorsa siano disposti a pagare per assicurarsene il controllo.

Per quanto, dunque, lo sviluppo di un ‘mercato delle quote’, così organizzato, possa in concreto fornire ad alcune imprese incentivi economici alla riduzione dei propri livelli di inquinamento²⁴, il modo in cui il sistema dei permessi di emissione negoziabili fa operare i dispositivi di attribuzione e circolazione delle risorse tipici del diritto privato (proprietà e contratto) ripropone in definitiva un modello economico strutturalmente basato sulla privata contendibilità delle risorse naturali in vista della loro valorizzazione nel circuito del mercato, del quale si limita a ‘prendere atto’, senza modificarlo nella sue caratteristiche strutturali, ma soltanto calmierandolo mediante la previsione di un ‘tetto’ massimo e il presidio di un sistema di internalizzazione dei costi ambientali che tuttavia rimane affidato ad un prezzo finora esposto a notevoli fluttuazioni.

22 Facendo così operare il nucleo essenziale del modello della tragedy of commons, v. Hardin 1968; sulla scarsità delle risorse quale loro caratteristica che presiede al loro trattamento quale ‘bene giuridico’, nel quadro di un’articolata ricostruzione del dibattito sui beni, v. Barcellona 1987; v. anche Rose, 1998; con specifico riguardo ai “nuovi beni” (fra i quali le quote di emissione) Camardi 2018.

23 Sul mercato quale dispositivo capace di generare beni in senso giuridico v. Barcellona, 1987; sul rapporto tra significato sociale di una risorsa e sua scambiabilità sul mercato, v. Radin 1987; in termini più generici Sandel 2012.

24 La questione dell’efficacia dei sistemi di emission trading rispetto alla riduzione delle emissioni è tuttora molto controversa, v., per una discussione, Wilhelmi 2017; per un punto di vista critico Winter 2010.

4. I *green bond*

Il più recente modello dei c.d. *green bond* sollecita analoghe domande circa l'effettiva attitudine degli strumenti giuridici privatistici a perseguire la funzione di orientamento del mercato verso la produzione di benefici ambientali che l'idea sottostante ai modelli economici di tutela dell'ambiente assegna loro.

I *green bond* sono titoli obbligazionari emessi da soggetti pubblici o privati al fine di raccogliere dagli investitori risorse finanziarie destinate alla realizzazione di progetti che generino un qualche beneficio ambientale e perciò qualificabili come '*green*'²⁵. Lo schema essenziale dell'operazione sottostante al *green bond* è dunque quello del finanziamento, da parte dell'investitore all'emittente, orientato ad un preciso scopo di 'miglioramento ambientale'. Il capitale dell'investitore dovrà ritenersi dunque ricompensato, oltre che dal tasso di interesse, dal beneficio (spesso, soprattutto per gli investitori istituzionali, di carattere reputazionale) rappresentato dal contributo dato al conseguimento di un obiettivo "*green*" al quale le risorse economiche sono in qualche modo vincolate. Al tempo stesso, l'emittente ha la possibilità di ricevere denaro, peraltro pagando un tasso di interesse che tende ad essere inferiore rispetto a quello dei bond non "*green*"²⁶ (presumibilmente perché l'investitore si considera in parte ricompensato dal beneficio sociale derivante dal conseguimento dell'obiettivo ambientale), destinato alla realizzazione di progetti che normalmente, oltre a generare un beneficio di carattere ambientale, produrranno anche utilità economiche private connesse alla riqualificazione di beni o processi produttivi (ad esempio, la riconversione o ristrutturazione di sistemi di produzione di energia) o allo sviluppo di un progetto imprenditoriale nel rispetto di standard ambientali (ad esempio, la costruzione di un edificio a ridotto impatto energetico destinato al mercato).

In definitiva, dunque, i c.d. *green bonds*, attraverso il *medium* del contratto, mettono in opera un meccanismo di allineamento degli interessi delle parti che aspira a trasformare il beneficio ambientale in benefici privati sia per l'investitore che per l'emittente e a fornire ad entrambi adeguati incentivi per perseguire obiettivi di miglioramento ambientale.

Inaugurato nel 2007 con l'emissione del primo bond definito *green* da parte della Banca Europea per gli Investimenti, il mercato dei titoli verdi sembra aver conosciuto una costante espansione con l'ingresso, almeno a partire dal 2013, di emittenti privati, quali banche, fondi pensione e società commerciali – indotti anche da vincoli e indicazioni statutarie in ordine al carattere socialmente responsabile

25 Cfr. OECD 2017, 23: "green bonds are debt instruments used to finance green projects that deliver environmental benefits [...] A green bond is differentiated from a regular bond by its commitment to use the funds raised to finance or refinance "green" projects, assets or business activities"; Ashraf 2016; Faske 2018; Park 2018; Mathew 2018.

26 Cfr. Preclaw e Bakshi 2015; per analisi più approfondite sulla formazione del prezzo dei green bonds e sul c.d. green bond premium v. Agliardi e Agliardi 2019; Zerbib 2019; Ehlers e Packer 2017;

delle strategie di investimento e, più in generale, dall'idea della c.d. *Corporate Social Responsibility* – che ha consentito di raggiungere un consistente volume d'affari²⁷.

5. Gli investitori quali 'regolatori' e la giuridicità dello scopo di miglioramento ambientale

Nella prospettiva dell'analisi giuridica, l'elemento critico del modello, in relazione alla sua effettiva capacità di generare benefici sociali in termini di miglioramento ambientale, è costituito dal modo in cui il perseguimento dell'obiettivo 'green' riesca a disciplinare il rapporto tra le parti e dal tipo di conseguenze giuridiche che l'eventuale fallimento di tale obiettivo determini. Sotto questi profili, il modello dei *green bond* sconta una rilevante frammentarietà del quadro di disciplina, che è stato caratterizzato dalla tendenza ad affidarsi a processi di autoregolazione degli attori economici e a strumenti di *soft law*²⁸.

Ne risente in primo luogo la stessa definizione di cosa si intenda per 'green', caratterizzata da una certa ambiguità cui corrisponde il rischio di c.d. *'greenwashing'*²⁹ cui questi strumenti rimangono tipicamente esposti. La carenza di un quadro di regolazione definito sembra infatti aver indotto il mercato globale a svilupparsi, almeno in prima battuta, attorno al presupposto secondo il quale è 'green' ciò che viene definito tale dall'emittente³⁰, affidando così la definizione dell'obiettivo essenzialmente alla descrizione fornita nei documenti informativi che accompagnano l'emissione e trasferendo sugli investitori l'onere della valutazione del miglioramento ambientale. L'opacità che ne deriva rispetto al funzionamento del mercato è stata affrontata principalmente attraverso strumenti di c.d. *private governance* volti a incrementare la fiducia degli investitori e favorire così l'afflusso di capitali e lo sviluppo della 'finanza verde'. Enti privati – normalmente associazioni fra gli stessi emittenti e intermediari, talvolta estese alla partecipazione di altri c.d. *stakeholders* – hanno infatti elaborato sistemi di 'certificazione', su base volontaria, del carattere *green* degli strumenti finanziari fondati sul rispetto di determinati standard fissati dall'ente stesso e sulla pubblicazione di c.d. *"second party opinions"* provenienti da revisori esterni che verifichino il processo di emissione dei *bond*, ovvero sull'inserimento del titolo entro appositi indici di borsa che misurano il rendimento di panieri di titoli verdi rispetto ad analoghi titoli ordinari³¹.

27 cfr. Fiske 2018; Talbot 2017.

28 sugli strumenti di c.d. *private governance* che caratterizzano il settore della finanza verde v. Park 2018; Talbot 2017.

29 "The creation or propagation of an unfounded or misleading environmentalist image" (Oxford English Dictionary)

30 Questo il senso del c.d. *labeled green bond* e cioè il titolo i cui proventi sono dedicati alla realizzazione di un progetto 'green' secondo la dichiarazione dell'emittente, distinto dal c.d. *unlabeled green bond* che invece designa il titolo obbligazionario ordinario emesso da un soggetto la cui attività sia tale da contribuire istituzionalmente e in generale al miglioramento ambientale (ad esempio produttori di energia eolica o solare), cfr. Preclaw e Bakshi 2015.

31 Per l'analisi approfondita di tali meccanismi e del loro grado di 'inclusività' e di 'pre-

Rispetto al mercato globale, i *Green Bond Principles* elaborati dalla *International Capital Market Association*³² hanno probabilmente rappresentato il punto di riferimento principale per l'elaborazione del quadro giuridico di riferimento, di carattere 'privato' e realizzato attraverso strumenti di *soft law* che non prevedono significativi meccanismi di *enforcement*. Il modello dei GBP ha prestato il fianco a critiche fondate essenzialmente sul carattere soltanto 'procedurale' e non contenutistico del tipo di regolamentazione cui dà luogo³³. I GBP si limitano infatti a indicare delle linee guida agli emittenti volte ad assicurare un certo livello di trasparenza nella comunicazione e gestione di quattro aspetti, ritenuti fondamentali, dell'operazione finanziaria (*Use of Proceeds; Process for Project Evaluation and Selection; Management of Proceeds; Reporting*), raccomandando il coinvolgimento di revisori esterni che confermino la conformità dell'operazione a quanto richiesto dai GBP³⁴. Essi tuttavia si astengono deliberatamente dal prendere posizione sul 'merito' del carattere *green* dei progetti³⁵, limitandosi ad elencare alcune *Green Project categories* a titolo solo esemplificativo³⁶.

Alcuni sistemi nazionali si sono invece affidati a strumenti di disciplina di carattere pubblicistico – è il caso delle regole sui *green bonds* emesse dagli enti regolatori dei mercati in Cina e India – che tuttavia sembrerebbero dimostrare, almeno

scrittività' v. Park 2018; poi Ehelers e Paker, 2017. Quanto ai principi e standard, assumono rilievo i *Green Bond Principles* (sui quali v. infra nel testo), elaborati dalla *International Capital Market Association* (composta da emittenti, banche e investitori) e gli standard elaborati dalla *Climate Bond Initiative*. Il maggior fornitore di *second party opinions* è CICERO (*Centre for International Climate and Environmental Research Oslo*), che qualifica i bond sulla base di una scala tra diverse 'sfumature' di verde, a seconda della performance ambientale attesa (*dark green, medium green, light green*), cfr. CICERO 2016. Il ruolo dei fornitori di *second opinions* è tuttavia limitato ad una revisione *ex ante* dell'operazione prospettata dall'emittente ed esclude la verifica *ex post* dell'effettivo raggiungimento degli obiettivi comunicati, inoltre gli emittenti non sono naturalmente tenuti a rendere pubbliche le valutazioni ricevute. I principali *green bond indices* sono amministrati da *Bank of America Merrill Lynch*, *Barclays* e *MSCI*, *Solactive*, *Standard & Poors*.

32 I GBP definiscono 'green bond' "any type of bond instruments 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 follows the four Green Bond Principles", (ICMA 2018).

33 V. ad esempio i rilievi di *Banktrack* 2014 e 2015 (network di ONG ambientaliste che valuta l'impatto ambientale delle attività finanziarie); sui limiti e i rischi dei modelli di private governance nel mercato dei *green bond* v. Park 2018.

34 Cfr. ICMA 2018

35 "... the GBP's purpose is not to take a position on which green technologies, standards, claims and declarations are optimal for environmentally sustainable benefits ...", ICMA, 2018, 4

36 "renewable energy; energy efficiency; pollution prevention and control; environmentally sustainable management of living natural resources and land use; terrestrial and aquatic biodiversity conservation; clean transportation; sustainable water and wastewater management; climate change adaptation; eco-efficient and/or circular economy adapted products, production technologies and processes; green buildings which meet regional, national or internationally recognised standards or certifications", v. ICMA, 2018, 3-4.

in alcuni casi, una certa larghezza nella definizione delle attività cui riconoscere carattere *green* ai fini della qualifica dei relativi strumenti finanziari³⁷.

Questo assetto normativo ha condotto, in certi casi, a emissioni etichettate *green* in conformità ai GBP e tuttavia particolarmente controverse quanto ai benefici netti effettivamente prodotti dal punto di vista sociale e ambientale³⁸.

In ogni caso, definito l'obiettivo cui l'operazione tende e accertatone, in qualche modo, il carattere '*green*', rimane naturalmente il rischio di c.d. '*non-performance*' e cioè del mancato o inesatto conseguimento del miglioramento ambientale dichiarato in sede di emissione di titoli. Proprio su questo piano dovrebbe misurarsi, nella prospettiva giuridica, il senso dell'utilizzo del contratto, quale dispositivo volto a fornire alle parti meccanismi coercitivi per il soddisfacimento degli interessi affidati al programma convenzionale, sul presupposto che – data la specifica caratterizzazione di questi strumenti finanziari – l'investitore abbia voluto conseguire con l'operazione non soltanto la remunerazione del capitale investito ma anche l'ulteriore utilità derivante dall'aver contribuito al miglioramento ambientale.

La peculiare strutturazione di questi strumenti finanziari, tuttavia, tipicamente esclude quest'ultimo aspetto dall'ambito delle obbligazioni contrattuali gravanti sull'emittente, relegandolo al piano dell'informazione precontrattuale e prevedendo peraltro, talvolta, specifici *disclaimer* volti a escluderne il rilievo giuridico³⁹. Lo schema contrattuale impiegato limita pertanto l'ambito dell'obbligazione contrattuale a carico dell'emittente essenzialmente al pagamento dell'interesse convenuto, secondo il modello tipico dell'operazione di finanziamento, ed esclude, in particolare, che l'inesatto conseguimento del beneficio ambientale possa assumere rilievo quale inadempimento dell'emittente. Il tipo di tutela astrattamente configurabile a vantaggio dell'investitore – per il caso di mancata realizzazione del beneficio ambientale comunicato – andrebbe dunque collocato entro il complesso e meno

37 V. le linee guida sui Green Bonds emesse dalla Banca centrale cinese nel 2015 (People's Bank of China Announcement (2015) N. 39), le Guidelines on Green Bond Issuance della National Development and Reform Commission (2015), e le Guiding Opinions for Supporting the Green Bonds emesse dalla China Securities Regulatory Commission nel 2017; le fonti cinesi consentono di qualificare come *green*, ad esempio, anche i finanziamenti diretti alla produzione di energia e allo sviluppo o al rinnovamento di sistemi di trasporto attraverso combustibili fossili (c.d. carbone 'pulito', energia nucleare, gasolio) e progetti nei quali più del 10% dell'ammontare del finanziamento sia diretto a scopi generali dell'impresa piuttosto che a specifici progetti '*green*', che non sarebbero ammissibili secondo gli standard internazionali; Faske 2018, 303; Park 2018, 41; Zhang, 2020; le linee guida emesse dal Security and Exchange Board of India appaiono invece maggiormente in linea con gli standard internazionali, cfr. Faske 2018, 313.

38 È il caso, ad esempio, del green bond emesso nel 2017 dalla compagnia petrolifera Repsol, i cui proventi erano destinati a migliorare l'efficienza energetica di attività comunque basate sull'uso di combustibili fossili (v. Park 2018: 46) e che, per questa ragione, pur essendo conforme ai criteri dei GBP, è stato escluso da alcuni indici dei titoli *green* (cfr. Cripp 2017; Mullin 2017), e del bond emesso da GDF Suez nel 2014, utilizzato per finanziare la costruzione di una grande diga in Brasile che è stata ritenuta fonte di enormi costi sociali, ambientali e in termini di violazione dei diritti umani, cfr. Banktrack 2015: 2; v. poi su altri casi Wang 2018: 482-486.

39 V. Ludvigsen 2015; Wang 2018: 485.

definito ambito dei rimedi per il caso di inesatta informazione al mercato, con la relativa incertezza in termini di effettiva disponibilità della tutela⁴⁰.

Il modello dei *green bonds* si espone però ad ulteriori e più radicali considerazioni circa la attitudine dei modelli giuridici privatistici ad essere utilmente impiegati per il raggiungimento di obiettivi di ‘sostenibilità’.

L’orientamento verso l’economia individuale dei soggetti coinvolti (e cioè verso costi e benefici privati) – che appare caratteristica generale e ‘strutturale’ dei modelli giuridici privatistici e dei relativi dispositivi coercitivi, soprattutto di tipo risarcitorio – sembra infatti pregiudicare in modo determinante la loro applicazione ‘strumentale’ per la creazione di incentivi al conseguimento di benefici sociali. Con specifico riguardo ai *green bond*, la questione si manifesta nei termini di un radicale disallineamento tra il tipo di beneficio atteso dalla loro funzione ‘regolativa’ – situato sul piano degli interessi collettivi – e il tipo di interesse dell’investitore in relazione alla mancata *performance* ambientale, cui i modelli privatistici sarebbero in grado di dare rilievo collocandolo necessariamente soltanto sul piano della sfera privata del soggetto.

Se, dunque, lo sviluppo di un mercato dei *green bond* – autoregolato e probabilmente in gran parte mosso da esigenze reputazionali e di *marketing* in relazione al discorso sulla c.d. *CSR* – può *nei fatti* determinare la destinazione di risorse a progetti di miglioramento ambientale, tuttavia, qualora si volesse prendere sul serio la logica del contratto e far operare la sua *ratio* fondamentale di strumento coercitivo per l’attuazione di un programma convenuto, proprio l’irriducibilità tra sfera sociale entro la quale dovrebbe prodursi il beneficio e sfera privata del contraente eventualmente deluso mostrerebbe gli inevitabili limiti del modello. Per quanto il beneficio ambientale atteso possa essere esattamente quantificabile *ex ante* (sulla base delle informazioni fornite dall’emittente) nei suoi termini di utilità sociale, infatti, il tipo di interesse che assumerebbe rilievo nella prospettiva dei rimedi (sia a titolo contrattuale, ove per ipotesi la *performance* ambientale sia oggetto di obbligazione, sia a titolo di responsabilità per informazioni inesatte) sarebbe con tutta probabilità esclusivamente di contenuto patrimoniale e relativo all’economia individuale del soggetto che si assuma lesa dal suo mancato conseguimento. Esso potrà dunque consistere, ad esempio, nel danno di tipo reputazionale (economicamente valutabile) in capo all’investitore o nella diminuzione del valore del titolo nel mercato secondario, una volta che esso si sia rivelato inefficace rispetto alla *performance* ambientale. Al netto, quindi, della loro possibile funzione deterrente (la cui efficacia è naturalmente anch’essa affidata ad un calcolo economico, secondo il paradigma dell’inadempimento efficiente), rimedi di questo genere (così come la sanzione ‘reputazionale’ a carico dell’emittente infedele) non inciderebbero in alcun modo sull’effettiva produzione del beneficio ambientale rappresentato.

Un certo cambiamento di prospettiva nella regolazione del mercato europeo dei *green bonds* potrebbe tuttavia aversi con le recentissime iniziative dell’UE, che, fa-

40 Cfr. il caso statunitense riportato da Trompeter 2017: 7.

cendo seguito al Piano d'azione sulla finanza sostenibile⁴¹, è intervenuta mediante strumenti normativi tipicamente *'hard'* (regolamenti) il cui *enforcement* è espressamente affidato alle Autorità di vigilanza nazionali, per affrontare proprio gli aspetti critici del funzionamento della finanza verde finora rimasti affidati, nel mercato globale, all'autoregolazione e a sanzioni di carattere essenzialmente reputazionale. Tre regolamenti, emanati a novembre 2019 e giugno 2020 (e destinati ad essere applicati a partire dal 2021), al dichiarato scopo di prevenire il c.d. *'greenwashing'* e incrementare la fiducia nel mercato della finanza sostenibile, si sono infatti incaricati di fornire un quadro giuridico uniforme nell'Unione che non soltanto preveda precisi obblighi di informazione sulla sostenibilità degli strumenti finanziari e in particolare sulle caratteristiche dei titoli qualificati come "sostenibili" dagli emittenti⁴², nonché requisiti per la gestione e la composizione degli indici di riferimento che misurino il rendimento e la performance ambientale dei titoli *'verdi'*⁴³, ma che soprattutto stabilisca una classificazione e i requisiti degli investimenti legittimamente qualificabili come "ecosostenibili" ai sensi del diritto dell'Unione con specifico riguardo al beneficio netto che l'attività economica ad essi sottostante apporta al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile⁴⁴.

6. I limiti degli strumenti privatistici e le proposte di rimeditazione in chiave ecologica del diritto privato

I due modelli esaminati, per quanto pongano questioni differenti rispetto agli istituti privatistici che richiamano, esibiscono un tratto comune nel tentativo di strumentalizzare la logica dell'autonomia e del calcolo utilitaristico per il conseguimento di benefici sociali, affidando agli attori economici privati il ruolo di regolatori della sostenibilità dei processi di produzione. La fiducia che essi testimoniano nelle potenzialità regolative del paradigma del mercato lascia tuttavia intatti alcuni limiti di tale tentativo di impiego dei modelli giuridici privatistici in chiave di *'sostenibilità'*.

Il sistema dei permessi di emissione negoziabili – sebbene proceda sulla scorta dell'imposizione di un *'tetto'* alle attività inquinanti e della trasformazione dell'inquinamento in un costo privato – restituisce un modello giuridico di gestione delle risorse collettive fondato sulla disponibilità in capo ad un *'proprietario'* pubblico

41 Commissione Europea 2018.

42 Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

43 Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

44 Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

che ne organizza la tutela mediante l'assegnazione per via amministrativa di analoghi diritti di tipo proprietario per fini di consumo privato, riproducendo così la corrispondenza tra proprietà pubblica e proprietà privata sulla scorta del medesimo paradigma assolutista ed esclusivo che, nel caso di specie, evoca un pieno dominio dell'uomo sulla natura presidiato essenzialmente dal mercato. La destinazione di tali risorse al 'consumo' per i fini della produzione industriale, che tale sistema non muta nei suoi termini essenziali – limitandosi piuttosto ad orientare tale consumo fino al punto in cui il suo costo marginale sia eguale al beneficio marginale e cioè sulla base del medesimo calcolo economico che presiede al funzionamento generale del mercato – ripropone in definitiva il consueto paradigma della estrazione di valore dalle risorse ambientali, per quanto in linea di principio subordinato ad un limite generale di 'tollerabilità' e ad un criterio di compatibilità economica comunque del tutto interno all'attuale modello di sviluppo.

D'altro canto, l'allineamento degli interessi delle parti realizzato per via contrattuale attraverso lo strumento dei *green bonds* – per quanto possa determinare in concreto incentivi economici per la destinazione di risorse a specifici obiettivi di miglioramento ambientale – in assenza di efficaci sistemi di *enforcement* sembrerebbe rimettere essenzialmente alla buona volontà degli attori dei mercati finanziari l'effettivo conseguimento dei benefici ambientali cui le risorse raccolte dovrebbero tendere, privando in gran parte di rilievo giuridico il ricorso agli strumenti coercitivi tipici del contratto. Tale modello, mentre cerca di conciliare "la cura per la natura con la rendita finanziaria", sembra lasciare irrisolto proprio il nodo centrale degli strumenti economici di disciplina della questione ambientale e cioè il se e in quale misura questi siano effettivamente in grado, mediante efficaci dispositivi giuridici (e perciò coercitivi), di tradurre le esternalità del processo produttivo in costi (o benefici) privati, con intensità tale da riuscire ad imprimere una svolta all'attuale modello di sviluppo ed evitando quindi che

il discorso della crescita sostenibile divent[i] ... un diversivo e un mezzo di giustificazione che assorbe valori del discorso ecologista all'interno della logica della finanza e della tecnocrazia, e [che] la responsabilità sociale e ambientale delle imprese si riduc[a] per lo più a una serie di azioni di marketing e di immagine⁴⁵.

Su questo piano dovrà misurarsi nel prossimo futuro l'adeguatezza dei recenti interventi normativi dell'UE (la cui operatività è ancora rimessa all'adozione di numerosi atti delegati da parte della Commissione, che ne definiranno la concreta portata) che, con l'istituzione di un quadro di '*hard law*' sulla finanza sostenibile rimesso al controllo pubblico delle Autorità di vigilanza, potrebbero porre le basi per lo sviluppo di nuovi rimedi e modelli coercitivi (anche eventualmente mediante l'elaborazione in via interpretativa di efficaci strumenti di *private enforcement*) capaci di fornire incentivi giuridici più consistenti per la destinazione di risorse

finanziarie all'effettiva riconversione del modello economico europeo in chiave ecologica.

Nel frattempo, però, la riflessione giuridica ha delineato negli ultimi anni, in particolare in Italia, una nuova e differente prospettiva per l'impiego in chiave ecologica dei modelli privatistici. Alla crisi degli strumenti pubblicistici di controllo delle esternalità negative dell'attività privata a fini di tutela dell'ambiente e di sostenibilità rispondono infatti in modo radicalmente diverso altri approcci – che assumono i tratti di un nuovo pensiero giuridico ecologista di tipo 'critico' – che mirano ad una ridefinizione interna dei modelli giuridici tipici del diritto moderno (soprattutto privato) che li affranchi dalla funzione c.d. "estrattiva" ad essi attribuita quanto al rapporto tra uomo e natura, per costruire nuovi paradigmi di governo dell'accesso e della gestione delle risorse orientati alla inclusione, alla cura e alla conservazione, nell'interesse delle generazioni future.

È il caso delle proposte di rimediazione in chiave ecologica dei dispositivi fondamentali del diritto privato che muovono soprattutto dal discorso sui beni comuni. Legando la questione proprietaria ai diritti individuali e sociali e nel quadro di una rinnovata comprensione della funzione sociale della proprietà, tali proposte costruiscono in primo luogo un nuovo paradigma 'inclusivo' dell'appartenenza che assuma programmaticamente la funzione 'comune' a criterio di conformazione delle modalità di gestione e conservazione delle risorse e di distribuzione delle utilità che esse generano⁴⁶. Sulla scorta di queste premesse, tale linea di pensiero delinea poi un più generale programma di quello che potrebbe dirsi un (rinnovato) "uso alternativo del diritto" in senso ecologico che affidi in particolare alla sensibilizzazione del ceto giuridico la valorizzazione delle istanze di cura, conservazione ed equità nell'accesso alle risorse, mediante una ridefinizione, anche in via interpretativa, dei modelli fondamentali del diritto privato⁴⁷.

Il tipo di rapporto tra mercato e ambiente che tali modelli delineano si sviluppa dunque su direttrici del tutto differenti e opposte. Piuttosto che perseguire la tutela dell'ambiente 'attraverso il mercato' – mediante la 'strumentalizzazione' dell'autonomia e del calcolo utilitaristico e cioè dei caratteri fondamentali della proprietà e del contratto per il conseguimento di benefici sociali che non contraddicano le preferenze individuali degli attori economici e il modello di sviluppo economico c.d. "estrattivo" – essi aspirano invece a sottrarre al governo del mercato e al paradigma puramente proprietario l'accesso e la gestione di certe risorse, costruendo paradigmi giuridici adeguati a sostenere uno sviluppo economico incentrato sulla conservazione, la cura e l'accesso, piuttosto che sull'appropriazione e il consumo delle risorse.

46 Sul discorso sui "beni comuni" v. Rodotà 2012: 459-498; Mattei 2011; Marella 2012; Barcellona 2016; Nivarra 2016.

47 Capra e Mattei 2015; Mattei e Quarta 2018; per un ampio dibattito sulla possibile riorganizzazione in chiave ecologica del diritto dei contratti v. poi i saggi raccolti in Pennasilico 2016; per una discussione sulla 'insostenibilità' dell'attuale modello di sviluppo e sulla necessità di nuovi modelli giuridici di disciplina della questione ambientale che vadano oltre i modelli economici ("oltre il principio chi inquina paga" e nel segno della economia circolare), nel quadro delle iniziative dell'UE, v. Meli 2017 (ove ampi riferimenti bibliografici).

Bibliografia

- Ackerman B.A. – Stewart R.B. 1988, “Reforming Environmental Law: The Democratic Case for Market Incentives”, *Columbia Journal of Environmental Law*, 13: 171-199
- Acot P. 2007, *Catastrofi climatiche e disastri sociali*, Roma: Donzelli
- Agliardi E. – Agliardi R. 2019, “Financing environmentally-sustainable projects with green bonds”, *Environment and Development Economics*, 24: 608-623
- Ashraf T. 2016, “Bond, green bond: a licence to tackle climate change”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 4: 228-229
- BankTrack 2014, *Open letter to supporting banks on green bond principles*, in https://www.banktrack.org/download/159d532/140409_banktrack_letter_to_green_bonds_principles_banks_0.pdf (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- BankTrack 2015, *Open Letter on the 2015 update of the green bond principles*, in https://www.banktrack.org/ems_files/download/150430_open_letter_to_green_bond_principles_pdf/150430_open_letter_to_green_bond_principles.pdf (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Barcellona M. 1987, “Attribuzione normativa e mercato nella teoria dei beni giuridici”, *Quadrimestre*, 3: 607-682
- Barcellona M. 1996, *Diritto, Sistema e senso*, Torino: Giappichelli
- Barcellona M. 2016, “La metafora dei “beni comuni”: l’Impero, lo Stato e la democrazia nel tempo del capitalismo cognitivo”, *Democrazia e diritto*: 7-59
- Camardi C. 2018, “Cose, beni e nuovi beni tra diritto europeo e diritto interno”, *Europa e diritto privato*: 955-1019.
- Capra F. – Mattei U. 2015, *The Ecology of Law: Toward a Legal System in Tune with Nature and Community*, Oakland, CA: Berrett-Koehler Publishers.
- Caso G. 2014, “Tutela del clima e mercato delle emissioni inquinanti”, in M. Pennasilico (a cura di) 2014, *Manuale di diritto civile dell’ambiente*, Napoli: ESI: 167-174
- CICERO 2016, *Framework for CICERO’s ‘Second Opinions’ on Green Bond Investments*, in <http://cicero.uio.no/file/2/CICERO%20Second%20Opinion%20Framework%20280416.pdf/download> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Clarich M. 2007, “La tutela dell’ambiente attraverso il mercato”, *Diritto Pubblico*, 1: 219-239
- Coase R. H. 1960, “The problem of social cost”, *Journal of Law and economics*, 3: 1-44
- Colangelo M. 2012, *Creating property rights*, Leiden: Nijhoff

- Commissione Europea 2018, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>. (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Cripp P. 2017, "Of Repsol and reputation", *Environmental finance*, in <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/green-bond-comment-june-of-repsol-and-reputation.html> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Dales J.H. 1968, *Pollution, property and prices*, Toronto: University of Toronto Press
- Edwards B. 2016, "Green Bonds Go Social", *Int'l Fin. Rev.*, in <https://www.ifre.com/green-bonds-go-social/21244030.fullarticle> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Ehlers T. – Packer F. 2017, "Green bond finance and certification", *BIS Quarterly Review*: 89-104
- Faske B. 2018, "Turning Billions into (Green) Trillions: Tracking the Growth and Development of the Green Bond Market in China, France, India, and the United States", *Tulane Environmental Law Journal*, 31(2): 293-325
- Gambaro A. 2004, "Dalla *new property* alle *new properties*" in V. Scalisi (a cura di) 2004, *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, Milano: Giuffrè: 675-689
- Godt C. (ed.) 2017, *Regulatory property rights*, Leiden: Brill-Nijhoff
- Gordon H.S. 1954, "The Economic Theory of a Common-Property Resource: The Fishery", *Journal of Political Economy*, 62 (2): 124-142
- Hardin G. 1968, "The tragedy of commons", *Science*, 162: 1243-1248
- High-Level Commission on Carbon Prices 2017, *Report of the High-Level Commission on Carbon Prices*, Washington, DC: World Bank.
- International Capital Market Association 2018, *Green bond principles*, in <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Jacometti V. 2010, *Lo scambio di quote di emissione*, Milano: Giuffrè
- Koch N., Fuss S., Grosjean G., Edenhofer O. 2014, "Causes of the EU ETS price drop: Recession, CDM, renewable policies or a bit of everything? – New evidence", *Energy Policy*, 73: 676-685
- Ludvigsen P. 2015, "Advanced topics in green bonds: risk", *Environmental finance*, in <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/advanced-topics-in-green-bonds-risks.html> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Manea S. 2012, "Defining Emissions Entitlements in the Constitution of the EU Emissions Trading System", *Transnational Environmental Law*, 1: 303-324

- Manea S. 2014, *The instrumentalization of property. Legal interests in the EU emission trading system*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International
- Marella M.R. 2012, *Oltre il pubblico e il privato*, Verona: Ombre Corte
- Mathew J. 2018, “Shades of green in financing: a discussion on green bonds and green loans”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 5: 311-314
- Mattei U. 1985, “I modelli nella tutela dell’ambiente”, *Rivista di diritto civile*: 389-427
- Mattei U. 2011, *Beni comuni. Un manifesto*, Bari: Laterza
- Mattei U. e Quarta A. 2018, *The turning point in private law. Ecology, technology and the commons*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd
- Meli M. 1996, *Il principio comunitario “chi inquina paga”*, Milano: Giuffrè
- Meli M. 2017, “Oltre il principio chi inquina paga: verso un’economia circolare”, *Rivista critica del diritto privato*, 35 (1): 63-80
- Mezzanotte F. 2016, “L’appartenenza come tecnica di regolazione (a proposito di *Regulatory Property Rights*)”, *Rivista critica del diritto privato*, 34 (4): 635-645
- Mullin K. 2017, “Time the green bond market grew up”, *Environmental finance*, in <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/time-the-green-bond-market-grew-up.html> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Nivarra L. 2016, “Quattro usi di “beni comuni” per una buona discussione”, *Rivista critica del diritto privato*, 34 (1): 43-64
- OECD 2017, *Green bonds: mobilizing bond markets for a low-carbon transition*, in https://read.oecd-ilibrary.org/environment/mobilising-bond-markets-for-a-low-carbon-transition_9789264272323-en#page24 (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Papa Francesco, *Lettera enciclica Laudato si’ del Santo Padre Francesco sulla cura della casa comune*, Città del Vaticano: Libreria Editrice Vaticana: 2015
- Park S.K. 2018, “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution”, *Stanford Journal of International Law*, 54 (1): 1-48
- Pennasilico M. 2016 (a cura di), *Contratto e ambiente. L’analisi “ecologica” del diritto contrattuale*, Napoli: ESI
- Pigou A.C. 1932, *The economics of welfare*, London: Macmillan and Co
- Pozzo B. 2003, *La nuova direttiva sullo scambio di quote di emissione*, Milano: Giuffrè
- Pozzo B., 2010, *Il nuovo sistema di emission trading comunitario*, Milano: Giuffrè

- Preclaw R. e Bakshi A. 2015, *The cost of being green*, in https://www.environmental-finance.com/assets/files/US_Credit_Focus_The_Cost_of_Being_Green.pdf (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Radin M.J. 1987, "Market-Inalienability", *Harvard Law Review*, 100: 1849-1937
- Reich C.H., "The new property", *The Yale Law Journal*, 73 (5): 733-786
- Rodotà S. 2013, *Il terribile diritto*, Bologna: Il Mulino
- Rose C.M. 1998, "The Several Futures of Property: Of Cyberspace and Folk Tales, Emission Trades and Ecosystems", *Minnesota Law Review*, 83: 129-182
- Sandel M.J. 2012, *What Money Can't Buy: The Moral Limits of Markets*, New York: Farrar, Straus and Giroux
- Stewart R.B. 1993, "Environmental Regulation and International Competitiveness", *The Yale Law Journal*, 102: 2039-2106
- Stewart R.B. 1990, "Privrop, Regprop, and Beyond", *Harvard Journal of Law & Public Policy*, 13: 91-96
- Talbot K.M. 2017, "What Does Green Really Mean: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market", *Villanova Environmental Law Journal*, 28 (1): 127-146
- Trompeter L. 2017, "Green Is Good: How Green Bonds Cultivated into Wall Street's Environmental Paradox", *Sustainable Development Law & Policy*, 17 (2): 4-11
- United Nations 2015a, *Transforming our World: the 2030 Agenda for sustainable development*, in <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- United Nations 2015b, *Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development*, in https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2051AAAA_Outcome.pdf (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Vandenbergh M.P. – Gilligan J.M. 2015, "Beyond Gridlock", *Columbia Journal of Environmental Law*, 40: 217-304
- Wang E.K. 2018, "Financing green: reforming green bond regulation in the United States", *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 12 (2): 467-491
- Wilhelmi R. 2017, "Commodification and financialization in the energy sector: emission allowances and electricity", in C. Godt (ed) 2017, *Regulatory property rights*, Leiden: Brill-Nijhoff: 191-206

- Winter G. 2010, "The Climate is No Commodity: Taking Stock of the Emissions Trading System", *Journal of Environmental law*, 22: 1-25
- Zerbib O.D. 2019, "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds", *Journal of Banking and Finance*, 98: 39-60, in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2889690> (ultimo accesso 6 luglio 2020)
- Zhang, H. 2020, "Regulating Green Bonds in the People's Republic of China: Definitional Divergence and Implications for Policy making", *ADB Working Paper 1072*, in <https://www.adb.org/publications/regulating-green-bonds-prc-definitional-divergence-implications> (ultimo accesso 6 luglio 2020)