

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

OTTOBRE / DICEMBRE

**2025**

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,  
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA  
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA  
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO  
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO  
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA  
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,  
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SECRETARIO DI REDAZIONE)

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**Rivista**  
di Diritto Bancario | dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Il finanziamento della transizione ecologica: alla ricerca di una visione strategica e di un adeguato supporto economico.**

**SOMMARIO:** 1. La programmazione economica di matrice ambientale quale traiettoria di sviluppo economico. – 1.2. La tutela ambientale quale limite negativo, vincolo finalistico nonché strumento giuridico-economico di natura propulsiva. – 1.3. La transizione dal modello economico lineare al modello economico circolare nel segno della programmazione economica di matrice ambientale. – 2. La finanza pubblica e la finanza privata alle prese con il *gap* finanziario. – 2.1 L'effetto moltiplicatore delle risorse mediante addizionalità e rinnovata condizionalità. – 3. *Blended finance*: una modalità di finanziamento in sostenibilità ambientale a partire dai mercati emergenti. – 4. Qualche osservazione finale.

### *1. La programmazione economica di matrice ambientale quale traiettoria di sviluppo economico*

Nel 1973 Massimo Severo Giannini nell'accendere una luce di mirabile riflessione sui diversi significati dell'ambiente in rapporto alla normazione giuridica osservava a proposito dei profili della tutela ecologica dell'ambiente che «gli strumenti legislativi del presente e del futuro non sono se non gli strumenti del passato, con dei perfezionamenti applicativi»<sup>1</sup>. Sottolineava, inoltre, alcune pagine più avanti, quanto fosse conveniente per i poteri pubblici riempire di significato i contenuti prescrittivi di tali perfezionamenti mediante un'attività conoscitiva indispensabile per adattare gli istituti giuridici, così perfezionati, a realtà materiali completamente nuove per il contesto normativo dell'epoca<sup>2</sup>. I riflessi di tali considerazioni non si sono infranti dinanzi all'ordine del tempo<sup>3</sup> perché la loro rilevanza è tale che, sembra potersi dire, siano estensibili anche allo stato in cui versa l'intervento pubblico nella sfera economica, in special modo quello indiretto<sup>4</sup>, dinanzi alle trasformazioni del contingente.

---

<sup>1</sup> Si veda per l'appunto M.S. GIANNINI, *Ambiente: saggio sui diversi suoi aspetti giuridici*, in *Rivista trimestrale di Diritto Pubblico*, 1973, 38.

<sup>2</sup> *Ivi*, 44-45.

<sup>3</sup> Si prende in prestito il titolo del saggio di C. ROVELLI, *L'ordine del tempo*, Milano, 2017.

<sup>4</sup> In tema di intervento pubblico diretto ed indiretto nell'economia da parte dei poteri pubblici cfr. S. CASSESE, *La vecchia costituzione economica: i rapporti tra*

In risposta ai rapidi cambiamenti della società dell'incertezza<sup>5</sup> il contenuto della programmazione economica intesa quale progetto composito di interventi di politica economica<sup>6</sup> finalizzato al raggiungimento di obiettivi predefiniti da realizzare in un ampio orizzonte temporale con un impegno di mezzi predeterminati<sup>7</sup>, è stato preservato, ma ad essere cambiata è la dimensione qualitativa dell'azione pubblica nelle dinamiche economiche<sup>8</sup>. I perfezionamenti di cui la programmazione si è dotata per resistere all'urto di molteplici fasi storico-politiche sono tali sul piano applicativo che la rendono uno strumento di normazione giuridica ben diverso dai profili funzionali di cui è stata espressione nel secolo scorso.

Fino alla metà degli anni Settanta gli interventi settoriali e multisettoriali di politica industriale, avuto riguardo al caso italiano, possedevano una funzione prevalentemente correttiva rispetto ad eventuali distorsioni dei mercati. Si preoccupavano, dunque, di curarne l'assetto, orientandoli al contempo verso il perseguimento di obiettivi di interesse economico e sociale in attuazione di un determinato indirizzo politico di governo<sup>9</sup>. Tuttavia la programmazione economica

---

*Stato ed economia dall'Unità ad oggi*, in *La nuova costituzione economica*, S. CASSESE (a cura di), Bari-Roma, ristampa, 2023, 26-27.

<sup>5</sup> Come osserva Z. BAUMAN, *La società dell'incertezza*, Bologna, 1999, 37, «Il punto fermo della strategia di vita postmoderna non è la costruzione di un'identità, ma l'evitare ogni fissazione».

<sup>6</sup> Sull'atto di programmazione inteso quale «disegno composto di condotte proiettate in un futuro di durata» si veda la magistrale definizione di M.S. GIANNINI, *Il diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977, 293. Con riguardo, invece, alla molteplici tecniche di intervento della programmazione economica cfr. M. CARABBA, voce *Programmazione economica*, *Enc. dir.*, Vol. XXXVI, 1987, 1113 ss.

<sup>7</sup>All'indomani della presentazione del rapporto conclusivo dei lavori della Commissione nazionale per la programmazione economica presieduta da Pasquale Saraceno, gli economisti Giorgio Fuà e Paolo Sylos Labini concepirono quale obiettivo di programmazione economica la «graduale eliminazione degli squilibri settoriali e territoriali» da perseguire anche indirettamente mediante «obiettivi di occupazione e di produzione», sul punto si vedano G. FUÀ, P. SYLOS - LABINI, *Idee per la programmazione economica*, Bari, 1963, 40-43.

<sup>8</sup>Osservano che vi sia stato un mutamento della qualità della regolazione pubblica del mercato in conseguenza delle recenti crisi F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA, *Introduzione*, in *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA (a cura di), Bologna, 2021, 10.

<sup>9</sup>In tal senso G. RUFFOLO, *La qualità sociale: le vie dello sviluppo*, Roma-Bari,

settoriale e multisettoriale di quegli anni si rivelò incapace di compiere scelte strategiche di lungo periodo. L'innumerabile quantità di interventi da realizzare prima della scadenza fissata dal programma adottato, la mancanza di strutture amministrative in grado di seguirne le fasi di implementazione<sup>10</sup>, l'esorbitante generalità dei contenuti delle previsioni prescrittive<sup>11</sup> nonché l'impossibilità di continuare a sostenere finanziariamente le imprese per effetto della crisi fiscale<sup>12</sup> hanno reso la pianificazione manchevole sotto vari profili. La gestione pubblica dell'economia si limitava a salvaguardare la competitività dei mercati nazionali, disinteressandosi di indirizzare le scelte produttive d'impresa verso finalità strategiche di indirizzo pubblico; mancava, dunque, di lungimirante visione strategica nonché di adeguato supporto economico<sup>13</sup>.

Nei due decenni successivi la programmazione, benché costituzionalizzata al terzo comma dell'art. 41 della Costituzione, si ritrae dallo spazio economico nazionale italiano per lasciare ampio campo d'azione prima a piani di tipo regionale e poi a logiche condizionali esterne ai processi economici che hanno via via assunto il primato su logiche finalistiche di tipo programmatico<sup>14</sup>. Il regime

---

1985, 254-255 e più di recente A. MOLITERNI, *Metamorfosi dell'intervento pubblico nell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 1, 2024, 80.

<sup>10</sup> Così M.S. GIANNINI, *Le programmazioni*, in *Scritti pubblicati tra il 1964 e il 1996, Scritti inediti. Dispense*, Vol. X, Milano, 2008, 314.

<sup>11</sup> Cfr. M. GIUSTI, *Fondamenti di diritto pubblico dell'economia*, Milano, 2013, 158.

<sup>12</sup> Cfr. F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo «quasi» giallo*, Bologna, 2000, 15.

<sup>13</sup> Si veda in tal senso l'approfondimento di L. RODIO NICO, *La programmazione euro-statale degli interventi per la coesione digitale*, in questa *Rivista*, 2023, 252 - 253, il quale osserva che tanto l'esperienza della Cassa del Mezzogiorno quanto quella dell'Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere hanno avuto esito fallimentare proprio per mancanza di visione strategica, benché animate da obiettivi programmatici di coesione sociale ed industrializzazione.

<sup>14</sup> Sulla regolazione condizionale in rapporto di alterità con l'approccio finalistico delle programmazioni cfr. S. CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Merc. conc. reg.*, 2002, 266 ss. Sull'intreccio fra regolazione e programmazione cfr. N. RANGONE, *Le programmazioni economiche. L'intervento pubblico tra piani e regole*, Bologna, 2007, 202 ss.; sempre sulla distinzione fra programmazione e regolazione si veda P. LAZZARA, *La funzione regolatoria: contenuto, natura e regime giuridico*, in *L'intervento pubblico nell'economia*, M. CAFAGNO, F. MANGANARO (a cura di), Firenze, 2016, 118. Sostiene che le programmazioni siano una *species* della

condizionale della regolazione economica e le politiche di concorrenza si concentrarono sulla salvaguardia delle dinamiche competitive. Non avevano in alcun modo intenzione di conformare il sistema economico ai fini di interesse generale prestabiliti dal piano ed imprimere una direzione alle scelte allocative dei privati predeterminata dalle autorità pubbliche<sup>15</sup>. Si reagiva *ex ante* ai fallimenti del mercato secondo il modello dello Stato regolatore<sup>16</sup>, controbilanciando *ex post*<sup>17</sup> le distorsioni di un potere economico divenuto abnorme, in grado di pregiudicare seriamente il *level playing field* concorrenziale<sup>18</sup>. Sebbene la crisi finanziaria del 2008, la pandemia Covid-19 ed i repentini cambiamenti degli scenari geopolitici abbiano avuto un'influenza non del tutto trascurabile sulla funzione di indirizzo dell'economia<sup>19</sup>, sono state le preoccupanti conseguenze del cambiamento climatico e del progressivo esaurimento delle risorse naturali sull'ambiente e sulla

---

regolazione S. AMOROSINO, *Neoprogrammazioni pubbliche o private e mercati in trasformazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 48. Sulla distinzione fra politiche della concorrenza, regolazione e politica industriale C. DE VINCENTI, *Per un governo che ami il mercato. Una certa idea di intervento pubblico*, Bologna, 2024, 169-170, il quale sostiene che le prime due si occuperebbero di sostenere l'efficiente funzionamento dei mercati, mentre l'ultima svolgerebbe una «funzione allocativa 'diretta'» del sistema produttivo in campo economico.

<sup>15</sup> Sulla differenza fra regolazione condizionale e finalistica anche L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, 430 ss.

<sup>16</sup> Per approfondimenti sul tema si vedano di recente anche A. MANGANELLI, A. NICITA, *Teoria della regolazione*, in *Economia e regolazione. Reti, piattaforme e servizi di pubblica utilità*, C. CAMBINI, A. MANGANELLI, G. NAPOLITANO, A. NICITA (a cura di), Bologna, 2024, 62-63.

<sup>17</sup> Così L. PROSPERETTI, *I rapporti tra regolazione e tutela della concorrenza. Teoria economica ed esperienze recenti*, in *Merc. conc. reg.*, 2002, 278.

<sup>18</sup> In questi termini M. LIBERTINI, voce *Concorrenza*, in *Enc. dir.*, Annali III, Milano, 2010, 216, il quale osserva «la politica della concorrenza si sposta dall'idea dell'intervento punitivo contro comportamenti occasionali, devianti dall'ordine naturale delle cose, all'idea di un intervento amministrativo permanente di promozione della concorrenza contro le tendenze naturali dei mercati ad irrigidirsi nella difesa delle posizioni di potere, individuale e collettivo, che emergono spontaneamente dal processo concorrenziale medesimo».

<sup>19</sup> N. RANGONE, *op.cit.*, 215 ss., la quale sostiene che le trasformazioni che hanno riguardano le programmazioni economiche adottate dopo gli anni '70 «[...] attengono (sostanzialmente) alla dimensione dell'oggetto, alla diversificazione delle tecniche di intervento, all'aumento dei centri di competenza, al coinvolgimento dei privati ed ai parametri di legittimità».

qualità della vita dei cittadini ad assegnare alla programmazione di matrice ambientale il compito di ri-orientare l'agere economico verso una rigenerazione dei tradizionali modelli di *business*. La trasformazione integrale di tutte le catene del valore industriale ha richiesto di introiettare il concetto di sviluppo sostenibile elaborato nel rapporto Brundtland delle Nazioni Unite del 1987<sup>20</sup> nonché l'intrinseco legame fra obiettivi di sostenibilità e solidarietà intergenerazionale in tutti i processi organizzativi d'impresa<sup>21</sup>. La tutela delle risorse ambientali, la salute ed il benessere delle collettività sono state poste necessariamente al centro delle decisioni di investimento<sup>22</sup>. Per conseguire un mutamento qualitativo delle decisioni d'impresa<sup>23</sup>, credibile e duraturo, tanto sul versante della sua dimensione reale<sup>24</sup>, quanto sul versante della sua dimensione finanziaria, le logiche programmatiche - rientrate in scena prepotentemente<sup>25</sup> seppur in chiave

<sup>20</sup> UNITED NATIONS, *Our Common Future*, Report, New York, 1987, 37.

<sup>21</sup> Sull'importanza assunta dal diritto delle generazioni future nel dibattito economico grazie alla posizione ambientalista fortemente critica con le tesi dei teorici del liberismo economico P. BEVILACQUA, *La terra è finita. Breve storia dell'ambiente*, Roma-Bari, 2006, 21. Sul principio di sviluppo sostenibile in rapporto ai doveri verso le generazioni future cfr. F. FRACCHIA, *Sviluppo sostenibile e diritti delle generazioni future*, in *Rivista quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente*, 2010, 13 ss. ed ancora sul nesso esistente fra solidarietà intergenerazionale e sviluppo sostenibile si veda anche G. ARCONZO, *La tutela dei beni ambientali nella prospettiva intergenerazionale: il rilievo costituzionale dello sviluppo sostenibile alla luce della riforma degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, in *Dir. economia, Atti del Convegno Doveri intergenerazionali e tutela dell'Ambiente, Sviluppi, sfide e prospettive per Stati, imprese e individui*, P. PANTALONE (a cura di), Milano, 2021, 160.

<sup>22</sup> Si veda H. E. DALY, *Oltre la crescita. L'economia dello sviluppo sostenibile*, Torino, Edizioni di Comunità, 2001, 37 ss., mentre per un'utile panoramica delle differenti strategie finanziarie di investimento sostenibile si vedano S. PISERÀ, L. NIERI, *Sustainable financial products and strategies*, in *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, E. MACCHIAVELLO, M. SIRI (a cura di), Torino, 2024, 42.

<sup>23</sup> Sul mutamento di qualità che si riverbera sulle attività economiche private per effetto dell'azione demiurgica delle programmazioni cfr. L. MENGONI, *Diritto e valori*, Bologna, 1985, 170, il quale nello specifico sagacemente osserva: «Il *proprium* della programmazione non consiste soltanto nell'essere uno strumento per prendere delle decisioni, ma anche nell'essere uno strumento che trasforma la qualità delle decisioni per la virtù che proviene dal coordinamento».

<sup>24</sup> Considerata come produzione di beni e servizi.

<sup>25</sup> Sul «prepotente “rientro sulla scena” politico-amministrativa delle programmazioni» si veda S. AMOROSINO, *Il futuribile. Governare le transizioni*

evoluta - non si preoccupano più (o almeno non solo) di scegliere i settori sui quali concentrare gli interventi. Scelgono, al contrario, di intervenire prioritariamente sulla dimensione dell'oggetto di indirizzo per costruire un nuovo modello di sviluppo economico di cui lo Stato sia «il creatore diretto<sup>26</sup>». L'azione programmatica evolve acquisendo visione strategica: estende il perimetro di intervento della funzione di indirizzo economico all'intero sistema produttivo, impiegando un approccio marcatamente olistico finalizzato ad orientare molteplici attività pubbliche e private del mercato unico europeo<sup>27</sup> verso obiettivi di sostenibilità ambientale<sup>28</sup>. Agisce in secondo luogo in base a tecniche

---

*economiche*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 504.

<sup>26</sup> L'efficace locuzione appartiene a L. PENNACCHI, *Un nuovo interventismo dello Stato*, in *Il Mulino*, 2, 2023, 59.

<sup>27</sup> In tal senso E. BRUTI LIBERATI, *Politiche di decarbonizzazione, costituzione economica europea e assetti di governance*, in *Diritto Pubblico*, 2, 2021, 419-420, il quale sostiene «La direzione di fondo delineata dalla Commissione non è quella di una pianificazione autoritativa delle attività d'impresa, preordinata a definir come, dove, quanto e quando produrre e vendere [...]. Il cambiamento appare comunque molto significativo: per molte tra le principali attività economiche dell'Unione - energia, trasporti, industria, agricoltura, edilizia - vengono prefigurate o almeno prospettate misure di *command and control* e di incentivazione che dovrebbero modificare radicalmente il perimetro delle scelte consentite o convenienti per gli operatori economici», in tal senso anche A. MOLITERNI, *Metamorfosi dell'intervento pubblico nell'economia*, cit., 81 ed anche B. CELATI, *L'intervento pubblico per la riconversione ecologica dell'economia. Modelli, strumenti e prospettive giuridiche*, Milano, 2021, 54, la quale ritiene che «l'intervento pubblico ambientalmente indirizzato» sia «volto a conformare i fenomeni economici in senso ciclicamente sostenibile».

<sup>28</sup> Sulla programmazione economica che «si dispiega per così dire a “garanzia” di un interesse prioritario come la transizione ecologica» L. AMMANNATI, *Transizione energetica, “Just Transition” e finanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 304 e sull'approccio che in questo scritto si è definito olistico sul piano dei contenuti anche riguardo alla pluralità di interessi perseguiti dalla nuova programmazione economica cfr. G. LUCHENA, *La programmazione dell'economia nell'era dello stato resiliente: tendenze, obiettivi, regolazione per incentivi*, in *dirittobancario.it, Dialoghi di Diritto dell'Economia*, dicembre 2024, disponibile al link <https://www.dirittobancario.it/art/la-programmazione-delleconomia-nellera-dello-stato-resiliente-tendenze-obiettivi>, il quale sottolinea «L'approccio si colloca, cioè, in una linea di indirizzo che potrebbe definirsi come duale - relativa, cioè, alla dimensione dello stimolo economico dell'impresa sia pubblica sia privata - inerente allo spostamento dell'asse di riferimento dal mero interesse individuale verso una

di intervento che legittimano il ritorno di forme negoziate di pianificazione indicativa fra soggetti pubblici posizionati a livelli istituzionali diversi<sup>29</sup>, coinvolgendo nei processi decisionali anche gli operatori privati.

Nello scenario che si profila la programmazione economica si ripositiona rispetto al mercato nel tentativo di indirizzarne le dinamiche verso obiettivi di interesse pubblico<sup>30</sup>, si perfeziona rispetto alle finalità perseguite dalle tradizionali forme programmatiche, senza dimenticare la tutela del gioco concorrenziale. Assume, inoltre, forme inedite, ma non del tutto avulse, in ultima analisi, dalla nuova politica industriale europea<sup>31</sup> inaugurata a partire dalla Comunicazione sul Green Deal Europeo del 2019<sup>32</sup> declinata sempre più in chiave orizzontale piuttosto che verticale e a trazione ancora fortemente pro-competitiva<sup>33</sup>. Le

---

dimensione collettiva/comune che riguarda una pluralità di interessi e di mercati, con l'obiettivo di considerare le iniziative pubbliche verso la sostenibilità quale veicolo del buon funzionamento del mercato, criterio orientativo per il sostegno pubblico delle imprese, ma anche veicolo di una diversa concezione – se possibile – del capitalismo».

<sup>29</sup> In tema di forme negoziate di programmazione cfr. R. DIPACE, *L'attività di programmazione come presupposto di decisioni amministrative*, in *Dir. società*, 4, 2017, 668-669; sulle nuove modalità di intervento pubblico in cui «l'indirizzo viene stabilito dalle istituzioni europee e gli Stati membri partecipano alla fase attuativa in chiave collaborativa» si veda S. PELLERITI, *Verso una nuova politica industriale europea competitiva e sostenibile: un'occasione di maggior integrazione tra gli Stati Membri o una deriva verso il protezionismo?*, in questa *Rivista*, 2023, II, 528.

<sup>30</sup> Non vi sarebbe, dunque, alcun ritorno dell'intervento pubblico perché giammai quest'ultimo sarebbe venuto meno cfr. M. D'ALBERTI, *Pubblici poteri, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008, 85 ss.

<sup>31</sup> Così K. AIGINGER, D. RODRIK, *Rebirth of Industrial Policy and an Agenda for the XXI Century*, in *Journal of Industry, Competition and Trade*, 2020, 20, 189 ss.

<sup>32</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Il Green Deal europeo*, Bruxelles, 11.12.2019, COM(2019) 640.

<sup>33</sup> Sulla nuova politica industriale europea contraddistinta da misure di intervento più orizzontali che verticali si veda P. BIANCHI, S. LABORY, *From 'old' industrial policy to 'new' industrial development policies*, in *International Handbook on Industrial Policy*, P. BIANCHI, S. LABORY (eds.), Cheltenham, UK - Northampton, USA, 2006, 3 ss.; M. CLARICH, *Nuovi scenari globali e diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2024, 442, il quale ribadisce «La nuova politica industriale sembra più rispettosa dell'esigenza di non alterare i meccanismi del mercato e della concorrenza che restano un motore fondamentale per promuovere l'innovazione e la crescita economica, al di là di quanto strettamente necessario per salvaguardare gli interessi strategici degli Stati».

Comunicazioni che faranno seguito, quella del marzo 2020 denominata per l'appunto “Una nuova strategia industriale per l'Europa”<sup>34</sup> e quelle adottate poco più avanti<sup>35</sup> costituiscono i primi tasselli di un quadro normativo molto più ampio all'interno del quale tanto la salvaguardia della autonomia strategica aperta<sup>36</sup> quanto la tutela della competitività del mercato unico emergono come capisaldi della nuova politica industriale europea. L'autonomia strategica, quale tutela assertiva dei interessi economici delle imprese europee e la competitività industriale del mercato unico, ripensata quale «esito di una costruzione sociale»<sup>37</sup>, vengono pensate per operare in reciproca complementarietà ed assicurare quel «riposizionamento strategico»<sup>38</sup> delle imprese che si rivela vitale nell'ambito di un sistema di *governance* commerciale globale segnato da una forte ed innegabile frammentazione geo-economica<sup>39</sup>. Le nuove scelte di politica industriale della Commissione

---

<sup>34</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Una nuova strategia industriale per l'Europa*, Bruxelles, 10.3.2020, COM (2020) 102, definitiva.

<sup>35</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Il momento dell'Europa: riparare i danni e preparare il futuro per la prossima generazione*, 27.05.2020, Bruxelles, COM(2020) 456, definitiva, nonché Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Riesame della politica commerciale - Una politica commerciale aperta, sostenibile e assertiva*, 18.02.2021, Bruxelles, COM (2021) 66 final ed ancora Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *Updating the 2020 New Industrial Strategy: Building a stronger Single Market for Europe's recovery*, 05.05.2021, Brussels, COM(2021) 350, definitiva; Comunicazione congiunta al Parlamento europeo, al Consiglio europeo e al Consiglio, sulla “Strategia europea per la sicurezza economica”, Bruxelles, 20.06.2023, Join (2023) 20, definitiva.

<sup>36</sup> Communication from the commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social Committee and the Committee of the regions, *Trade Policy Review - An Open, Sustainable and Assertive Trade Policy*, Brussels, 18.02.2021 COM(2021) 66 final, 4.

<sup>37</sup> In tal senso P. BIANCHI, *Le politiche industriali dell'Unione Europea*, 2<sup>a</sup>, Bologna, 1995, 218.

<sup>38</sup> In questi termini A. AVERARDI, *Incentivi alle imprese e “industria 4.0”. Il ritorno delle politiche industriali?*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 5, 2017, 626.

<sup>39</sup> Sulla definizione di frammentazione geo-economica si veda C. A. BOLLINO, F.

europea non si curano di dare priorità solo alla competitività di determinati settori, ritenuti chiave per lo sviluppo, ma di costruire una politica economica orizzontale<sup>40</sup> - costruttivistica piuttosto che evolucionistica<sup>41</sup> - in grado di creare un ambiente favorevole alla crescita del mercato nel suo insieme. Si decide di orientare da un lato la dimensione reale delle imprese verso obiettivi strategici di matrice istituzionale (de-carbonizzazione, digitalizzazione, sicurezza economica e difesa) e dall'altro di sfruttare, a proprio vantaggio, i benefici scaturenti dall'integrazione rafforzata fra il settore pubblico e privato<sup>42</sup>. La programmazione economica in atto e la rinata politica industriale si allineano, dunque, non solo sugli obiettivi di transizione, ma anche sul tipo di strategia da mettere in campo per conseguirli allo scopo di rimettere in discussione l'intera organizzazione del sistema produttivo<sup>43</sup>.

Già prima che venisse avviata l'implementazione della programmazione economica in materia ambientale e la speculare ridefinizione dei canoni delle c.d. *green industrial policies*, il riconoscimento istituzionale delle principali minacce alla creazione di modelli economici sostenibili sul piano ecologico si rinveniva nella Comunicazione del 2001 con cui la Commissione europea lanciava la strategia per lo sviluppo sostenibile<sup>44</sup>. Nella declinazione dei pericoli che possono mettere a repentaglio la sostenibilità ambientale, fra i quali

---

BOTTI, *Le sfide della frammentazione geo-economica per l'azione climatica multilaterale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 17.

<sup>40</sup> L. DE CATHEU, R. GAMBACURTA-SCOPELLO, *Un État pour la planification écologique*, in *Le Grand Continent*, maggio 2022, disponibile al link <https://legrandcontinent.eu/fr/2022/05/05/un-etat-pour-la-planification-ecologique/>.

<sup>41</sup> Sulla distinzione fra politica industriale costruttivistica ed evolucionistica M. NEUMANN, *Industrial Policy and Competition Policy*, in *Industrial Policy after 1992. An Anglo-German Perspective*, K. COWLING, H. TOMANN (a cura di), London, 1990, 222-233, il quale riconduce alla prima l'idea dello Stato interventista nell'economia e alla seconda l'idea dell'efficienza economica da perseguire ad ogni costo.

<sup>42</sup> Cfr. D. RODRIK, *Industrial Policy for the 21st Century*, CEPR Discussion Papers 4767.

<sup>43</sup> Sull'intervento finalistico dei pubblici poteri in fase di transizione si veda E.B. LIBERATI, *La strategia industriale europea tra intervento pubblico finalistico e dinamiche di mercato*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2023, 254.

<sup>44</sup> Comunicazione della Commissione, *Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile*, Bruxelles, 15.05.2001, COM(2001)264.

emissioni dei gas a effetto serra, costante aumento del volume dei rifiuti, perdita della biodiversità degli ecosistemi costieri e marini nonché erosione del suolo<sup>45</sup>, la Comunicazione individua quei rischi che si vorrebbe eliminare o quanto meno mitigare con scelte di politica economica costruite intorno ad un modello di sviluppo alternativo in cui la salvaguardia dell'interesse ambientale viene conseguita guidando le decisioni degli operatori economici verso l'azzeramento delle emissioni di gas serra. La strategia avviata dalla Comunicazione del Green Deal europeo<sup>46</sup> sul finire del 2019 consolidatasi nella successiva Normativa europea sul clima<sup>47</sup> del 2021, resa operativa dal pacchetto di misure “*Fit for 55*”<sup>48</sup> ed infine nuovamente posta al centro della Comunicazione “*Un futuro sicuro*”<sup>49</sup> del 2024 operano quale sistema di normazione giuridica con il chiaro obiettivo di voler conformare tutti i processi economici del mercato unico verso il quanto mai ambizioso obiettivo della neutralità climatica. Per venire entro il 2050 ad un'economia che non generi più emissioni nette di gas ad effetto serra, disgiunta dall'utilizzo delle risorse ambientali<sup>50</sup>, ma che conservi il proprio livello di competitività, costituisce il macro-obiettivo<sup>51</sup> attorno al quale si costruiscono interventi di politica economica verde

---

<sup>45</sup> *Ivi*, 4.

<sup>46</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Il Green Deal europeo*, cit., 1 ss.

<sup>47</sup> Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il Regolamento (CE) n. 401/2009 e il Regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

<sup>48</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, “*Pronti per il 55 %*”: realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica, Bruxelles, 14.07.2021, COM(2021) 550.

<sup>49</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un futuro sicuro. Il traguardo climatico europeo per il 2040 e il percorso verso la neutralità climatica entro il 2050 all'insegna di una società giusta, prospera e sostenibile*, Strasburgo, 6.02.2024, COM(2024) 63.

<sup>50</sup> Come si rinviene nella Comunicazione, *Il Green Deal europeo*, cit., par.1.

<sup>51</sup> Definisce in questi termini la neutralità climatica E. CHITI, *Managing the Ecological Transition of the EU: the European Green Deal as a Regulatory Process*, in *Common Market Law Rev.*, Vol. 59, 1, 25.

interconnessi fra loro ed inclini prioritariamente al perseguimento di una nuova traiettoria di sviluppo economico<sup>52</sup> basata sulla crescita verde del mercato unico nel suo complesso.

### 1.2. *La tutela ambientale quale limite negativo, vincolo finalistico nonché strumento giuridico-economico di natura propulsiva*

La riconfigurazione in senso ecologico dei mercati produce due conseguenze inevitabili. In primo luogo, viene superata tanto a livello nazionale, quanto a livello sovranazionale, l'incondizionata fiducia nella capacità del mercato di conseguire da sé gli obiettivi ambientali<sup>53</sup> mediante l'internalizzazione dei costi sociali dell'inquinamento<sup>54</sup> facendo emergere, come si è visto, il ruolo determinante che la programmazione economica in materia ambientale può avere nel indirizzare la *governance* delle imprese verso obiettivi predefiniti non solo sociali, ma anche ambientali in linea con gli artt. 3 del Trattato TUE e 41, terzo comma, della Costituzione italiana<sup>55</sup>.

---

<sup>52</sup> Cfr. D. RODRIK, *Green industrial policy*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 3, 2014, 469 ss. Concepisce la sostenibilità ambientale quale *driver* sostanziale delle politiche di sviluppo E.B. LIBERATI, *La nuova strategia industriale europea e la sua sostenibilità politica e sociale*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2, 2024, 417.

<sup>53</sup> Cfr. A. LALLI, *Implicazioni istituzionali ed economiche delle regolazioni e dei programmi del green deal europeo*, in *Ambientediritto*, 2024, 6, il quale sottolinea: «L'autonomia del mercato, come detto, ha significato l'autonomia dei privati dal potere pubblico; questa autonomia è stata protetta dall'ordinamento giuridico europeo in quanto considerata causa di efficienza e di benessere collettivo. Nel contesto del GDE, invece, il mercato regolato perde questo ruolo. Esso, infatti, non è più considerato un sistema dotato di razionalità intrinseca e foriero di benessere generale. Anzi, proprio per il fatto di essere stata l'istituzione sociale e giuridica motore del modello di sviluppo economico che ha prodotto l'inquinamento [...]».

<sup>54</sup> Fra i sostenitori della c.d. *free market environmentalism* cfr. T.L. ANDERSON, D.R. LEAL, *Free Market Environmentalism: Hindsight and Foresight*, in *Cornell Journal of Law and Public Policy*, Vol. 8, 1, 1998, 111 ss. Osserva, invece, come l'internalizzazione dei costi ambientali sia rimasta in stallo B. TONOLETTI, *I cambiamenti climatici come problema di diritto pubblico universale*, in *Rivista giuridica dell'Ambiente*, 2021, 47.

<sup>55</sup> Sulle nuove vesti che la programmazione economica ha assunto negli ultimi anni all'interno della configurazione delle politiche pubbliche europee in rapporto alla concorrenza ed alla regolazione si vedano le riflessioni di L. AMMANNATI, *Energia e ambiente: regolazione per la transizione*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di),

In secondo luogo, solleva un interrogativo strettamente connesso ad tema apicale e peraltro ancora aperto in dottrina sulla possibile ridefinizione dello scopo d'impresa<sup>56</sup>. Viene da domandarsi se l'orizzonte della sostenibilità ambientale non vada più concepito unicamente quale invalicabile limite esterno<sup>57</sup>, con funzione contenitiva dell'attività economica, bensì quale interesse pubblico prevalente al quale conformare tutti i processi economici per orientarli verso un modello di sviluppo economico rigenerativo<sup>58</sup>. Orbene, non può revocarsi in dubbio che la modifica del comma 2 dell'art. 41 della Costituzione abbia consacrato la tutela dell'ambiente, alla pari della salute o della dignità e sicurezza dei lavoratori, quale ulteriore limite negativo all'iniziativa economica<sup>59</sup>. Accoglie così una visione oggettiva del bene ambientale che impone di salvaguardare l'ambiente come bene in sé «*extra commercium*»<sup>60</sup> piuttosto che come diritto soggettivo. Tuttavia, il riconoscimento di tale evidenza non può non tener conto del terzo comma dell'art. 9 della Costituzione. La modifica della Carta costituzionale nella parte relativa ai principi fondamentali ha elevato a rango di principio supremo dell'ordinamento giurisdizionale italiano la tutela dell'ambiente, ponendo le basi per il riconoscimento del ruolo preminente che il bene ambientale potrebbe vantare in rapporto alla libertà d'impresa in sede di bilanciamento ad opera del giudice delle

---

Milano, 2021, 175-176.

<sup>56</sup> A tal proposito P. MONTALENTI, *La rivoluzione ESG*, in *La S.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica*, P. MARCHETTI, S. PIETRA ROSSI, G. STRAMPELLI, F. URBANI, M. VENTORUZZO (a cura di), Tomo I, Atti del Convegno Internazionale di Studi - Venezia, 10-11 novembre 2023, Milano, 2024, 756 ss.

<sup>57</sup> Cfr. A. MOLITERNI, *La sfida ambientale e il ruolo dei pubblici poteri in campo economico*, in *Rivista quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente*, 2020, 42; F. DE LEONARDIS, voce *Economia Circolare*, in *Dig. Disc. Publ.*, Vol. VIII aggiornamento, 2021, 161 ss.

<sup>58</sup> Si interrogano su questo aspetto E.B. LIBERATI, *Politiche di decarbonizzazione, costituzione economica europea e assetti di governance*, cit., 417 ed anche L. CASSETTI, *Salute e ambiente come limiti «prioritari» alla libertà di iniziativa economica?*, in *Federalismi*, 2021, 4 ss.

<sup>59</sup> Così si è espresso R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 22 ss.

<sup>60</sup> Cfr. G. AZZARITI, *Appunto per l'audizione presso la Commissione Affari costituzionali del Senato della Repubblica del 16 gennaio 2020 – Modifica articolo 9 della Costituzione*, in *www.osservatorioaic.it*, 2020, 1, 71.

leggi<sup>61</sup>. La revisione degli artt. 9 e 41 della Costituzione si intreccia in tal modo con le complesse ed altalenanti dinamiche che hanno accompagnato il rapporto fra Stato e mercato negli ultimi passaggi della modernità occidentale. In un «ambiente in trasformazione dove ogni ambito dell'economia deve fare i conti con interessi e valori ulteriori, per così dire 'incongrui', rispetto all'insieme degli interessi tradizionalmente coinvolti<sup>62</sup>», le novità introdotte agli artt. 9 e 41 della Costituzione consentono di valutare se nell'ambito della *corporate purpose* gli obiettivi di sostenibilità operino come limite all'azione dell'impresa oppure se entrino direttamente nelle sue finalità<sup>63</sup>; mutandone lo scopo persino dall'esterno<sup>64</sup>. Se così fosse, l'azione gestoria degli amministratori, nello specifico caso delle società per azioni, non sarebbe più votata solo ed esclusivamente alla massimizzazione del profitto, quanto piuttosto al perseguimento di «valori non economicistici, ma personalistici e sociali»<sup>65</sup>. Un cambio di paradigma che è la diretta proiezione di due differenti idee di capitalismo. Da un lato la visione *shareholder-centered*<sup>66</sup> votata alla

---

<sup>61</sup> In tal senso R. BIFULCO, *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive*, cit., 23, il quale fra l'altro sottolinea che all'ambiente come principio fondamentale andrebbe riconosciuta «una sorta di riserva costituzionale» che lo pone in una posizione privilegiata rispetto ai rapporti economici. Al contrario, L. DELLI PRISCOLI, *Le modifiche alla costituzione in tema di tutela all'ambiente e alla salute e i limiti alla libertà di iniziativa economica in Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2, 2022, 648, sostiene, invece, «l'esigenza che i vari interessi in gioco trovino una loro composizione equilibrata».

<sup>62</sup> In questi termini, riferiti allo specifico caso dell'impresa bancaria, vedasi L. AMMANNATI, *I nuovi paradigmi dell'impresa bancaria in epoca di transizione*, in *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time, Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, M. PERASSI, M. RABITTI, F. SARTORI, V. TROIANO (a cura di), 99, febbraio 2024, 26.

<sup>63</sup> Cfr. V. DI CATALDO, P. MONTALENTI, R. SACCHI, *Spunti per ricerche future in tema di sostenibilità*, in *Orizzonti*, 2025, 19.

<sup>64</sup> Così M. ALLENA, *Cosa cambia con l'ambiente tutelato dalla Costituzione*, in *lavoce.info*, 5 maggio 2022, 2-3, disponibile al link [lavoce.info/](https://lavoce.info/).

<sup>65</sup> Locuzione ripresa da A. PREDIERI, *Significato della norma costituzionale sulla tutela del paesaggio*, in *Studi per il ventesimo anniversario dell'Assemblea costituente*, II, Firenze, 1969, 405.

<sup>66</sup> In questi termini sullo *shareholderism* M. FRIEDMAN, *A Friedman doctrine-The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in *The New York Times*, 1970, disponibile in <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Sull'ascesa dello

esclusiva massimizzazione del valore per gli azionisti, dall'altro quella opposta *stakeholder-centered*<sup>67</sup> votata, al contrario della prima, al perseguimento di fini di rilievo pubblicistico piuttosto che esclusivamente privatistico<sup>68</sup>. La prospettiva *stakeholderism* si prefigge di rendere partecipi delle scelte gestorie soggetti portatori di interessi ulteriori, seppur correlati in via indiretta all'impresa, determinando così una mutazione della *corporate purpose* che assume le forme di una sintesi necessaria «tra le confliggenti esigenze di protezione dei vari interessi coinvolti in grado di assicurare il miglior successo dell'impresa»<sup>69</sup>.

Sul piano normativo, in special modo a livello europeo, paiono evidenti i segnali del cambiamento in atto. L'adozione della Direttiva europea relativa alla pubblicazione delle informazioni sulla sostenibilità delle imprese (CSDR)<sup>70</sup> nonché la successiva Direttiva europea sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDDD)<sup>71</sup> in materia di responsabilità ambientale d'impresa lo confermano chiaramente. La prima ha sostituito la rendicontazione non finanziaria

---

*shareholderism* per effetto delle politiche neoliberali cfr. J. E. STIGLITZ, *The road to freedom*, trad. it. *La strada per la libertà. L'economia e la società giusta*, G. GARBELLINI (a cura di), Torino, 2024, 216-224.

<sup>67</sup> Per approfondimenti si veda E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al profitto*, Milano, 2022, 2 ss. ed anche G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence in Analisi giur. econ.*, 2022, 186 ss.

<sup>68</sup> Sul perseguimento di interessi a connotazione pubblicistica da parte delle grandi imprese per risolvere problemi che affliggono la società si vedano le posizioni del teorico dello *stakeholderism* C. MAYER, *Principles for purposeful Business. How to deliver the framework for the Future of the Corporation. An agenda for business in the 2020s and beyond*, The British Academy, London, 2019, 1 ss., mentre per una riflessione critica su tali aspetti si veda M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.

<sup>69</sup> In tal senso osserva F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism. Two concepts of stakeholderism in Orizzonti*, 2022, 49.

<sup>70</sup> Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il Regolamento (UE) n. 537/2014, la Direttiva 2004/109/CE, la Direttiva 2006/43/CE e la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità (Testo rilevante ai fini del SEE).

<sup>71</sup> Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 e il Regolamento (UE) 2023/2859.

introdotta dalla precedente *Non-financial Reporting Directive* (NFDR)<sup>72</sup> con la rendicontazione societaria di sostenibilità, imponendo alle società quotate, comprese le PMI quotate, di comunicare al pubblico, in virtù del principio di *double materiality*, tanto l'influenza che i fattori ambientali o sociali hanno sull'impresa, quanto le informazioni relative all'attività di impresa sui medesimi fattori<sup>73</sup>. La seconda ha introdotto obblighi di cura di interessi diffusi per le grandi imprese avendo specifico riguardo agli impatti negativi che l'attività può avere sul rispetto dei diritti umani e sulla protezione dell'ambiente<sup>74</sup>. Se ne conviene che tanto sul versante del sistema di informazione societaria, quanto sul versante dei doveri di *due diligence* delle grandi imprese, il legislatore europeo ha manifestato - senza neppure molta ritrosia - tutta l'intenzione di intervenire sullo scopo d'impresa e sui doveri fiduciari degli amministratori<sup>75</sup>. Spingendo così taluni in dottrina a ritenere che l'impianto normativo della CSDDD attribuirebbe «a società ed enti privati compiti quasi-pubblicistici di vigilanza e difesa di valori diffusi, di esigenze sociali di ordine generale»<sup>76</sup>.

---

<sup>72</sup> Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

<sup>73</sup> Cfr. T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. Comm.*, 2023, 607 ss.

<sup>74</sup> Per alcuni spunti di riflessione critica già a partire dalla proposta di Direttiva si vedano le considerazioni di M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, 325.

<sup>75</sup> Una riflessione di più ampio respiro sugli interventi normativi a livello nazionale ed europeo che segnalano un mutamento del *corporate purpose* dinanzi ad interessi pubblici come la sostenibilità ambientale cfr. U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello scopo sociale*, in *Riv. soc.*, 2021, 7-10 ed ancora A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario* in *Orizzonti*, 2022, 552 ed anche G. BEVIVINO, *Nuovi inputs euro-unitari. La sostenibilità come ponderazione normativa degli interessi di shareholders e stakeholders* in *Analisi giur. econ.*, 2022, 115 ss.

<sup>76</sup> In questi termini sulla Direttiva europea CSDDD cfr. M. VENTORUZZO, *Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, 453.

Segnali di portata simile si registrano da diverso tempo anche sul piano normativo nazionale. L'adozione del d.lgs. 30 dicembre 2016 n. 254<sup>77</sup>, di recepimento in Italia della Direttiva europea NFRD, in ottemperanza al modello *explain or comply* ha imposto alle società quotate, alle imprese bancarie e assicurative di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario contenente informazioni relative ai temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva<sup>78</sup> dando espresso rilievo al carattere socialmente responsabile delle scelte gestorie<sup>79</sup>. Del pari, il d.lgs. 6 settembre 2024 n.125 di recepimento della Direttiva europea CSDR, ha previsto all'articolo 3 che le imprese di grandi dimensioni, nonché le piccole e medie imprese quotate, debbano includere in un'apposita sezione della relazione sulla gestione le informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità e le informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione.

Il principio di sostenibilità ambientale così come declinato in rapporto alla costituzione economica dalle recenti novità normative, anche di impianto costituzionale, non può non incidere, dunque, sull'esercizio dell'attività d'impresa<sup>80</sup>, influenzando di conseguenza anche lo scopo della società<sup>81</sup>. La tutela dell'ambiente, integrata nella

---

<sup>77</sup> Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

<sup>78</sup> Approfondimenti in tal senso sono rinvenibili in S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Orizzonti*, 2021, 99 ss.

<sup>79</sup> Cfr. A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale d'impresa*, in *Nuova giur. comm.*, 2007, 119.

<sup>80</sup> In tal senso le riflessioni di L. AMMANNATI, *La sostenibilità come obiettivo per la regolazione dei mercati*, in *Sostenibilità. Finanza Mercati Ambiente*, A. ANTONUCCI, S. CAVALIERE, A. DAVOLA, G. LUCHENA, (a cura), Bari, 2025,

<sup>81</sup> Cfr. U. TOMBARI, *Il futuro della società per azioni. Considerazioni disorganiche sull'impresa azionaria nel 21° secolo*, in *Riv. soc.*, 2025, 4-7 ed ancora ID., *op. cit.*, 13, il quale afferma: «non vi è dubbio che [...] sia possibile interpretare il disposto dell'art.2247 c.c. in modo da attribuire parziale rilevanza anche a finalità diverse rispetto al perseguimento degli interessi lucrativi dei soci»; per simili considerazioni infine M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable* in *Orizzonti*, 2019, 632-633.

Carta Costituzionale quale principio fondamentale, viene ad essere limite negativo alla libera iniziativa economica nonché vincolo esterno che agendo sulle modalità con cui si esplica l'esercizio dell'attività di impresa<sup>82</sup> condiziona direttamente la gestione societaria<sup>83</sup> orientandola, con il supporto della programmazione economica<sup>84</sup>, verso obiettivi votati alla progressiva transizione ecologica di tutti i comparti produttivi<sup>85</sup>. Il "valore ambientale" in rapporto alla libertà d'impresa si tinge, dunque, di sfumature diverse: da limite negativo, a vincolo finalistico sino a divenire strumento giuridico-economico di natura propulsiva<sup>86</sup> che agisce sulla qualità delle decisioni di gestione

---

<sup>82</sup> Cfr. R. COSTI, *Sostenibilità e scopo della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, 506, «il quale sostiene che la realizzazione dell'ecosostenibilità [si risolva] in un vincolo piuttosto che in un obiettivo della società» in quanto «lo scopo della società è il perseguimento di utile per i soci»; inoltre cfr. F. FIMMANÒ, *Art. 41 Cost. e valori Esg: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?* in *Giur. Comm.*, I, 2023, 783, il quale sostiene che la tutela dell'ambiente opererebbe quale limite negativo non tanto sulle finalità economiche dell'impresa, ma sulle modalità di esercizio dell'attività; infine R. CALDERAZZI, *Appunti sullo studio della sostenibilità bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 651, la quale sostiene che «[...] il perseguimento della sostenibilità non porta a un mutamento degli interessi sottesi, nel senso che la sostenibilità non produce l'effetto di enucleare interessi nuovi rispetto a quelli già presenti nell'esercizio dell'attività d'impresa, ma solo delle sue regole organizzative, cioè, nello svolgimento dell'attività d'impresa».

<sup>83</sup> In questi termini M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale* in *Contr. Impr.*, 2023, 67, il quale osserva «I principi di gestione sostenibile delle imprese non comportano obblighi di destinazione altruistica di parte degli utili della società (il filantropismo imprenditoriale rimane possibile, come politica di immagine, ma si svolge su un altro piano). Il principio di sostenibilità comporta invece un vincolo alla discrezionalità gestionale: nella scelta delle strategie e delle linee di produzione, così come nella scelta dei propri *partner* commerciali, l'impresa deve preferire quelle soluzioni, finanziariamente compatibili con la finalità lucrativa dell'impresa, che comportino il minor sacrificio possibile per l'ambiente e per i diritti umani» e con riguardo al terzo comma dell'articolo 41 della Costituzione sottolinea che la norma impone fini di tutela ambientale.

<sup>84</sup> In tal senso R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 204.

<sup>85</sup> Con riguardo all'economia circolare F. DE LEONARDIS, *Il diritto dell'economia circolare e l'art. 41 Cost.*, in *Rivista quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente*, 2020, 70.

<sup>86</sup> Si veda E. SCOTTI, *Poteri pubblici, sviluppo sostenibile ed economia circolare*, in *Dir. economia*, 2019, 496 ss., la quale con specifico riguardo all'economia circolare

dell'impresa industriale e finanziaria indirizzandola verso valori non più antagonisti alla libertà d'impresa<sup>87</sup>. Si tratta di finalità integrate di un nuovo *agere* economico che va ridefinendo, assieme ai profili etici sottesi alla responsabilità sociale d'impresa<sup>88</sup>, anche le priorità del modello di sviluppo che ha dominato per più di un secolo per effetto dell'egemonia neoliberale.

È bene precisare che il progetto europeo volto alla realizzazione di un sistema economico sostenibile, inclusivo e al contempo competitivo su scala mondiale, sembra procedere non più con la consueta speditezza che ha contraddistinto i numerosi interventi di normazione giuridica adottati dal 2019 sino ad oggi a livello sovranazionale europeo e prettamente domestico. È pur vero che il processo di trasformazione è ancora *in fieri*, ma i segnali di un possibile (e non auspicabile) arresto paiono emergere proprio dall'Unione europea che più di altri Stati ha sostenuto tenacemente l'idea necessaria e non più rinviabile di una riconversione ecologica del sistema industriale europeo a salvaguardia delle future generazioni. L'approccio contrario alla creazione di un'industria sostenibile sul piano economico e sociale, nuovamente favorevole all'introduzione di forme di deregolamentazione del mercato<sup>89</sup> è emerso con forza dopo il cambio di vertice dell'amministrazione americana. Dopo questo passaggio, le risposte al tema della sostenibilità ambientale fra Stati Uniti, Cina ed Europa si dimostrano tutt'altro che convergenti, bensì asimmetriche. L'eventuale inversione di rotta sui temi della sostenibilità per ragioni di ridefinizione geopolitica dei blocchi economici non può essere escluso,

---

osserva come essa «tende a focalizzare l'attenzione non solo e non tanto sui limiti allo sviluppo, quanto sui modi del processo economico e produttivo, per trovare, come si è detto, una chiave di conciliazione – la circolarità – nuova e alternativa rispetto al concetto di limite» nonché M. DELSIGNORE, voce *Ambiente*, in *Enc. giur., I Tematici III*, Milano, 2022, 50; in questi termini anche D. BEVICQUA, *Dallo sviluppo sostenibile al Green New Deal nella governance sovranazionale e multilivello*, in *Il governo dello sviluppo sostenibile*, B.G. MATTARELLA (a cura di), Torino, 2023, 46.

<sup>87</sup> Cfr. G. OPPO, *Diritto dell'impresa e morale sociale*, in *Principi e problemi del diritto privato. Scritti giuridici*, Padova, 2000, 262.

<sup>88</sup> Per questi aspetti cfr. F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 11-17.

<sup>89</sup> Cfr. A. CHU, J. SMYTH, *Donald Trump wiped out dozens of Joe Biden's climate initiatives in first-week blitz*, in *Financial Times*, January 30, 2025, disponibile al link <https://www.ft.com/content/c76943c6-38e5-46e7-9a8b-58ab638ed04f>.

ma andrebbe senz'altro evitato perché sarebbe in grado di rallentare il ritmo del cambiamento<sup>90</sup>. Sentori di un possibile cambio di passo, si sono manifestati con la presentazione agli inizi del 2025 del pacchetto di proposte “Omnibus I”<sup>91</sup>, approvato dal Consiglio dell’Unione europea il 24 febbraio 2026, con cui si è dato avvio definitivo alla semplificazione dell’impianto normativo adottato sino ad oggi in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità e di *due diligence*. Il regolatore europeo vuole così evitare che gli oneri amministrativi legati alla funzione di conformità agli obiettivi di sostenibilità ambientale si rivelino eccessivi e compromettano seriamente competitività e capacità di investimento aggiuntive che si richiedono per la finalizzazione della transizione ecologica alle PMI, tessuto connettivo principale del mercato unico europeo<sup>92</sup>. Avendo bene in mente le considerazioni del rapporto Draghi nonché la necessità di preservare gli obiettivi del Green Deal, il pacchetto “Omnibus I” ha ridefinito, restringendolo, il perimetro applicativo della Direttiva CSRD, innalzando le soglie di applicabilità alle imprese con più di mille dipendenti e un fatturato netto annuo superiore ai 450 milioni di euro. Ha concesso, inoltre, un’esonazione transitoria per le imprese che, nel rispetto della disciplina in vigore sino ad oggi, hanno avviato la rendicontazione societaria di sostenibilità a partire dall’esercizio finanziario 2024. Infine, ha riparametrato la portata applicativa degli obblighi di *due diligence* imposti dalla Direttiva CSDDD ad un numero circoscritto di imprese, nello specifico quelle con più di cinquemila

---

<sup>90</sup> Non ritiene vi potrà essere un rallentamento S. CASELLI, *La sostenibilità e la finanza europea al banco di prova della maturità: forma o sostanza?* in *Riv. soc.*, 2024, 127 ss.

<sup>91</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements, Brussels, 26.2.2025 COM(2025) 80 final 2025/0044 (COD) nonché Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2015/1017, (EU) 2021/523, (EU) 2021/695 and (EU) 2021/1153 as regards increasing the efficiency of the EU guarantee under Regulation (EU) 2021/523 and simplifying reporting requirements, Brussels, 26.2.2025 COM(2025) 84 final 2025/0040 (COD).

<sup>92</sup> Risoluzione del Parlamento europeo del 13 luglio 2023 sullo stato dell’Unione delle PMI (2023/2750(RSP)) (C/2024/4013), nella quale si legge «[...] considerando che le PMI costituiscono la spina dorsale della nostra economia, in quanto rappresentano il 99 % di tutte le imprese nell’UE».

dipendenti e oltre un 1,5 miliardi di euro di ricavi netti nonché eliminato anche l'obbligo di redigere ed adottare i piani di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici. Sempre in linea con le intenzioni maturate all'interno del pacchetto "Omnibus I" è stato approvato, qualche mese prima, ad ottobre 2025, il Regolamento (UE) 2025/2083 che modifica, semplificandone gli adempimenti, il meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere<sup>93</sup>. Di converso, la revisione dei programmi di investimento europei - come InvestEU e FEIS - è intervenuta solo di recente, con l'approvazione del pacchetto "Omnibus II" sul finire del 2025<sup>94</sup>. Si ha l'impressione che dietro alla semplificazione del quadro normativo si celi una forma di rediviva *deregulation*<sup>95</sup>. Al momento non è possibile prevedere se il tema della sostenibilità sarà oggetto di ripensamento o se, invece, verrà spazzato via da nuove sfumature di *deregulation*, ma si è dell'idea che i passi compiuti sino ad ora per affermare e realizzare un'idea di sviluppo economico orientata al perseguimento di variabili non finanziarie legate a profili di eticità può essere sì rivista, anche a vantaggio di un sano adeguamento dei processi organizzativi d'impresa, ma non abbandonata del tutto.

---

<sup>93</sup> Regolamento (UE) 2025/2083 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 ottobre 2025 che modifica il Regolamento (UE) 2023/956 per quanto riguarda la semplificazione e il rafforzamento del meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere.

<sup>94</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2015/1017, (EU) 2021/523, (EU) 2021/695 and (EU) 2021/1153 as regards increasing the efficiency of the EU guarantee under Regulation (EU) 2021/523 and simplifying reporting requirements.

<sup>95</sup> WWF, *Von der Leyen's deregulation omnibus: A devastating blow to EU environmental objectives*, February 2025, disponibile al link <https://www.wwf.eu/?17206391/Von-der-Leyens-deregulation-omnibus-A-devastating-blow-to-EU-environmental-objectives> nonché A. BERTRAM, *Deregulating to No Avail: How the Omnibus Package Falls Short in Simplifying Key EU Green Deal Instruments in Intereconomics*, Vol. 60, 3, 2025, 170.

### 1.3. *La transizione dal modello economico lineare al modello economico circolare nel segno della programmazione economica di matrice ambientale*

La programmazione economica di matrice ambientale dà attuazione ad un modello di sviluppo<sup>96</sup> votato non più al perseguimento della sola efficienza allocativa delle risorse, ma anche alla garanzia del benessere socio-ambientale della collettività<sup>97</sup>. La Comunicazione “L’anello mancante”<sup>98</sup> del 2015 e quella successiva “Quadro di monitoraggio per l’economia circolare”<sup>99</sup> del 2018 concepiscono l’economia circolare quale espressione di questo nuovo modello orientato alla conservazione del valore dei prodotti, dei materiali e delle risorse affinché l’estensione del ciclo di vita di ciascuno di essi consenta di ridurre la produzione di rifiuti. A guardar bene, le due Comunicazioni prospettano un’idea di economia circolare ancora piuttosto limitata. Il paradigma “prendi, produci, usa e getta” sul quale è stato edificato il modello di sviluppo della crescita lineare a partire dalla rivoluzione industriale, basato sul presupposto che le risorse naturali fossero accessibili e disponibili senza limiti<sup>100</sup>, andrebbe superato. Dovrebbe imporsi non un’idea di sviluppo economico che ha il suo *focus* principale d’azione nella

---

<sup>96</sup> Così E. CHITI, *Prefazione: l’economia circolare come problema regolatorio*, in M. COCCONI (a cura di), *Il mosaico dell’economia circolare. Regole, principi, modelli*, Milano, 2023, 3 ss.

<sup>97</sup> Sull’emersione di questa nuova prospettiva economica che vede in rapporto di reciproca relazione la responsabilità sociale d’impresa ed il funzionalismo economico «aggiornato o modernizzato» si vedano le riflessioni di G. LUCHENA, *La responsabilità socio-ambientale delle imprese tra poli oppositivi: umanesimo economico e funzionalismo*, in *Economia Pubblica*, 2025, 87-88.

<sup>98</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *L’anello mancante - Piano d’azione dell’Unione europea per l’economia circolare*, Bruxelles, 02.12.2015, COM(2015) 614, definitiva.

<sup>99</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Quadro di monitoraggio per l’economia circolare*, Strasburgo, 16.01.2018 COM(2018) 29 definitiva.

<sup>100</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Verso un’economia circolare: programma per un’Europa a zero rifiuti*, Bruxelles, 02.07.2014 COM(2014) 398 definitivo.

conservazione del valore dei prodotti e nella gestione dei rifiuti, ma un'idea di economia climaticamente neutra che, massimizzando l'intero ciclo di vita dei prodotti, sia in grado di rigenerare se stessa<sup>101</sup> restituendo «al pianeta più di quanto prenda»<sup>102</sup> da esso. In questo modello, i rifiuti non costituiscono più il punto di arrivo, ma il punto di partenza<sup>103</sup>. Da esternalità negative, infatti, trasmutano per riconversione in risorsa utile per risalire sino ai prodotti originari per generare nuove materie prime secondarie da reintrodurre nel sistema economico<sup>104</sup>. Un risultato che la bioeconomia sostenibile<sup>105</sup>, quale specifico campo d'azione dell'economia circolare, è in grado di perseguire. L'uso efficiente delle risorse biologiche è in grado di riorientare la transizione ecologica verso la riduzione degli impatti ambientali negativi, il ripristino della biodiversità degli ecosistemi<sup>106</sup> e la promozione di sistemi alimentari che, proprio in considerazione del minor quantitativo di rifiuti che sono in grado di produrre, contribuiscono in parallelo alla riduzione globale di gas serra<sup>107</sup>.

---

<sup>101</sup> In questo senso sul necessario cambio di paradigma economico M. FREY, *La green economy come modello di sviluppo*, in *Impresa Progetto Electronic Journal of Management*, 3, 2013, 9.

<sup>102</sup> Comunicazione, *Il Green Deal europeo*, cit., 2.

<sup>103</sup> Sui rifiuti quale «logico punto di partenza» del modello economico circolare rispetto a quello lineare si veda R. FERRARA, *Brown economy, green economy, blue economy: l'economia circolare e il diritto dell'ambiente*, in *Studi in tema di economia circolare*, F. DE LEONARDIS (a cura di), Macerata, 2019, 39 ss.

<sup>104</sup> Sui processi di recupero dei rifiuti si vedano le riflessioni di A. DEPIETRI, *L'economia circolare tra residui di produzione e bioeconomia*, in *Il mosaico dell'economia circolare. Regole, principi, modelli*, M. COCCONI (a cura di), Milano, 2023, 105-117 ed ancora con riguardo ai processi di generazione di nuove materie prime secondarie cfr. M. COCCONI, *La regolazione dell'economia circolare. Sostenibilità e nuovi paradigmi di sviluppo*, Milano, 2020, 127-129.

<sup>105</sup> La bioeconomia sostenibile viene definita «*the renewable segment of the circular economy*» da parte della Commissione Europea, *A sustainable bioeconomy for Europe: strengthening the connection between economy, society and the environment*, Report, 2018, 6.

<sup>106</sup> Cfr. E. CHITI, *Oltre la disciplina dei mercati: la sostenibilità degli ecosistemi e la sua rilevanza nel Green Deal europeo*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2, 2022, 468 ss. ed anche D. BEVILACQUA, E. CHITI, *Green Deal. Come costruire una nuova Europa*, Bologna, 2024.

<sup>107</sup> Per questi aspetti A. DEPIETRI, *Residui di produzione e bioeconomia: un'analisi dei principali driver dell'economia circolare*, in *Federalismi*, 2023, 57 ss.

Il progetto di riconversione ecologica delle attività d'impresa può, dunque, essere riscritto secondo i canoni della circolarità<sup>108</sup> concepita dal *Green Deal*<sup>109</sup>, quale ulteriore esplicazione del principio di prevenzione in materia ambientale<sup>110</sup>. Il successivo Piano d'azione per l'economia circolare del 2020<sup>111</sup> ne ha compreso pienamente le potenzialità tanto da concepire la circolarità dei processi economici come prerequisito necessario per conseguire neutralità climatica.

Partendo dalla considerazione che l'effettivo passaggio dal modello economico lineare al modello economico circolare richiede una risposta finanziaria, il saggio intende indagare come, dinanzi al cambio di paradigma che l'investimento pubblico europeo sta vivendo per effetto dell'addizionalità e delle rinnovata concezione di condizionalità, stiano cambiando anche le modalità di finanziamento delle transizione ecologica.

## 2. La finanza pubblica e la finanza privata alle prese con il gap finanziario

I propositi di realizzazione di un modello di sviluppo economico che inquadri diversamente la realtà di impresa rispetto ad un'idea di sostenibilità ambientale declinata in molteplici accezioni<sup>112</sup> e di circolarità, quale priorità da perseguire per massimizzare risorse

---

<sup>108</sup> Sulla circolarità che si estende trasversalmente ad ogni settore economico cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Una nuova strategia industriale per l'Europa*, Bruxelles, 10.03.2020, COM(2020) 102 definitiva, 10.

<sup>109</sup> In tal senso le considerazioni di S. VERNILE, *Dall'economia circolare al principio di circolarità. Una lettura giuridica nel solco dell'articolo 9 della Costituzione*, Torino, 2024, 209 ss.

<sup>110</sup> Concepisce l'economia circolare quale «applicazione chiarissima del principio di prevenzione» F. DE LEONARDIS, voce *Economia Circolare*, cit., 161 ss.

<sup>111</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare. Per un'Europa più pulita e più competitiva*, Bruxelles, 11.3.2020, COM(2020) 98, definitiva.

<sup>112</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima, energia, finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, 153, il quale concepisce la sostenibilità quale «valore ampiamente condiviso, declinato in variegate modalità [...] dà vita ad un nuovo modo di inquadrare la realtà d'impresa e l'agere finanziario».

naturali limitate, hanno trovato risposta non solo nella sinergia fra diversi strumenti di programmazione pubblica, ma anche nell'adozione di un'apposita strategia di finanziamento pubblico e privato a sostegno della transizione climatica. Le risorse economiche da mettere in campo nel lungo periodo per realizzare un'economia climaticamente neutra che generi in parallelo anche un mutamento culturale effettivo<sup>113</sup> nell'approccio che gli operatori economici e gli investitori hanno avuto sino ad oggi nel rapportarsi alle tematiche ambientali sono di tale rilevanza che mal si conciliano con situazioni di restrizione del bilancio europeo<sup>114</sup>. Se nel 2020 l'importo destinato al rendiconto pubblico unionale ammontava a 155 miliardi di Euro, quello richiesto per gli investimenti ecosostenibili già due anni prima lo superava in modo considerevole. La Commissione europea prevedeva fossero necessari per la transizione climatica investimenti fra i 175 ed i 290 miliardi di Euro all'anno<sup>115</sup>, aggiornati in eccesso nel 2021 a 350 miliardi di Euro<sup>116</sup> e poi a circa 700 miliardi di Euro nel 2023 per l'effettivo conseguimento degli obiettivi del Green Deal<sup>117</sup>, del *RepowerEU* e della normativa sull'industria a zero emissioni nette<sup>118</sup>. È evidente,

---

<sup>113</sup> L'efficace espressione «nuovo codice culturale» appartiene a G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 226.

<sup>114</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di investimenti per un'Europa sostenibile. Piano di investimenti del Green Deal europeo*, Bruxelles, 14.1.2020 COM(2020) 21 definitivo, all'interno della quale si sostiene che attraverso il piano dovranno essere mobiliati «[...] investimenti sostenibili privati e pubblici per almeno 1000 miliardi di Euro».

<sup>115</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli Investimenti, *Un pianeta pulito per tutti. Visione strategica europea a lungo termine per un'economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra*, Bruxelles, 28.11.2018, COM(2018) 773 definitiva, 18.

<sup>116</sup> Così U. VON DER LEYEN, W. HOYER, *A Global Green Deal*, in *Project Syndicate*, March 22, 2021, reperibile al link <<https://www.project-syndicate.org/commentary/a-global-green-deal-through-european-climate-leadership-by-ursula-von-der-leyen-and-werner-hoyer-2021-03>>.

<sup>117</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un quadro della finanza sostenibile che sia efficace sul campo*, Strasburgo, 13.06.2023, COM(2023) 317 definitiva, 1.

<sup>118</sup> Regolamento (Ue) 2024/1735 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13

quindi, che attingere esclusivamente al bilancio dell'UE per rinvenire in esso le risorse economiche necessarie da destinare ad un'effettiva funzionalizzazione delle imprese verso determinate scelte produttive non può essere l'unica strada praticabile<sup>119</sup>. È pur vero che il Regolamento (UE) 2021/241, istituendo il dispositivo per la ripresa e la resilienza (c.d. *Recovery and Resilience Facility*), ha vincolato per la prima volta<sup>120</sup> una parte rilevante delle risorse raccolte con l'emissione di obbligazioni a nome dell'Unione europea<sup>121</sup> alla realizzazione di investimenti statali finalizzati ad obiettivi ambientali<sup>122</sup>, ma è anche vero che il numero di finanziamenti verdi erogati sino ad ora rischia di ridursi drasticamente. La scadenza dello strumento è oramai prossima e occorre pur sempre fare i conti con la congenita limitata capacità di bilancio dell'UE<sup>123</sup>.

Se il *gap* finanziario che si registra in materia di investimenti non venisse considerato dal punto di vista della finanza pubblica, ma da quello della finanza privata la situazione non apparirebbe del tutto

---

giugno 2024 che istituisce un quadro di misure per rafforzare l'ecosistema europeo di produzione delle tecnologie a zero emissioni nette e che modifica il Regolamento (UE) 2018/1724.

<sup>119</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Strategia per il finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile*, Strasburgo, 06.07.2021, COM(2021) 390 definitiva, 2.

<sup>120</sup> Considerando 17 del Regolamento (UE) 2021/241, nel quale si sottolinea che «Non esiste al momento nessuno strumento che preveda un sostegno finanziario diretto connesso al conseguimento dei risultati e all'attuazione di riforme e investimenti pubblici da parte degli Stati membri in risposta alle sfide individuate nell'ambito del semestre europeo, compresi il pilastro europeo dei diritti sociali e gli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU, e che si ponga l'obiettivo di avere un impatto duraturo sulla produttività e sulla resilienza economica, sociale e istituzionale degli Stati membri».

<sup>121</sup> Sul meccanismo straordinario di condivisione del debito tra gli Stati legato quale risposta non alla crisi pandemica, ma quale strumento di intervento dei poteri pubblici nell'economia in attuazione della transizione digitale e verde si veda B. DE WITTE, *The European Union's Covid-19 Recovery Plan: The legal engineering of an economic policy shift*, in *Common Market Law Review*, Vol. 58, 3, 2021, 678 ss.

<sup>122</sup> Considerando 23 del Regolamento (UE) 2021/241.

<sup>123</sup> In tal senso J. PISANI-FERRY, S. TAGLIAPIETRA, *An investment strategy to keep the European Green Deal on track*, *Bruegel Policy Brief*, Issue n°31, December 2024, 7, i quali mettono in evidenza che il venir meno dello strumento determinerebbe un vuoto di 180 miliardi di Euro tra il 2024 e il 2030.

diversa. Nel riconoscere il ruolo determinante degli investitori istituzionali, il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile del 2018<sup>124</sup> ha individuato a suo tempo le direttrici<sup>125</sup> che avrebbero permesso di mobilitare capitale privato nel finanziamento di progetti di sostenibilità ambientale<sup>126</sup>. Al fine di indirizzare in modo efficace gli investimenti privati verso attività sostenibili, il Regolamento (UE) 2020/852<sup>127</sup> (c.d. Regolamento Tassonomia) preannunciato dal piano, ha imposto un sistema condiviso di classificazione per stabilire quali siano le attività “ecosostenibili” facilitando le imprese destinatarie dei finanziamenti verdi quanto gli investitori<sup>128</sup>. In virtù di un sistema uniforme ed armonizzato di criteri, la normativa mira a favorire le prime nell'attività di riconversione del proprio *core business*<sup>129</sup> ed i secondi nel confronto dei portafogli finanziari con cui finanziare attività economiche concordemente ritenute sostenibili secondo la logica del Regolamento<sup>130</sup>. A ben vedere, anche il Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o SFDR)<sup>131</sup> ha imposto ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari<sup>132</sup> obblighi di *disclosure* declinati tanto a livello di organizzazione aziendale quanto a livello di prodotti finanziari al fine di rendere pubbliche le informazioni sulle politiche di sostenibilità adottate ed il livello di sostenibilità dei prodotti finanziari<sup>133</sup>.

---

<sup>124</sup> Comunicazione della Commissione, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, Bruxelles, 08.03.2018, COM(2018) 97 definitiva.

<sup>125</sup> Sul quadro regolatorio predisposto si veda A. BROZZETTI, *Profili evolutivi della finanza sostenibile: la sfida europea dell'emergenza climatica e ambientale*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, Milano, 2021, 204.

<sup>126</sup> *Ivi*, 10.

<sup>127</sup> 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.

<sup>128</sup> Di tal guisa V. TROIANO, *Regolamentazione finanziaria, finanza sostenibile e obiettivi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 589-590.

<sup>129</sup> Considerando 12 del Regolamento (UE) 2020/852.

<sup>130</sup> Considerando 13 del Regolamento (UE) 2020/852.

<sup>131</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

<sup>132</sup> Come individuati dall'articolo 2 del Regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>133</sup> Sui fattori ESG come *driver* delle scelte di investimento vedasi M.E. SALERNO,

Il sistema di regolazione predisposto per la finanza sostenibile si prefigge di incanalare gli investimenti privati verso attività sostenibili<sup>134</sup> in misura anche maggiore rispetto a quanto sarebbe in grado di fare il solo sostegno pubblico<sup>135</sup>, a patto che le imprese finanziarie e non finanziarie, oltre a condividere una definizione comune di sostenibilità, assumano la trasparenza informativa quale prerequisito necessario per consentire agli investitori di comprendere le modalità in cui i criteri di sostenibilità ed i rischi operativi ad essi connessi vengono integrati nelle proprie decisioni di investimento<sup>136</sup>.

Si colloca nell'ambito della medesima strategia volta a colmare il divario fra gli obiettivi di sostenibilità perseguibili e le notevoli risorse finanziarie private che sarebbe necessario mobilitare per realizzarli, il Regolamento (UE) 2023/2631 in materia di obbligazioni verdi europee<sup>137</sup>. Tali strumenti finanziari, infatti, dovrebbero ampliare le opportunità di finanziamenti pubblico e privato a favore degli investimenti sostenibili<sup>138</sup>. Tuttavia, la mancanza di meccanismi di

---

*L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione «orientato al prodotto»*, in *Dir. banc. fin.*, 1, 2022, 53 ss.; mentre sulla necessità di tutelare l'investitore mediante la pubblicazione delle informazioni necessarie per valutare i rischi di investimento cfr. S. PELLERITI, *Il ruolo del Fintech nella transizione ecologica*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, L. AMMANNATI, A. CANEPA, Torino, 2023, 158.

<sup>134</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un quadro della finanza sostenibile che sia efficace sul campo*, Strasburgo, 13.06.2023, COM(2023) 317 definitiva, 1, all'interno della quale viene sottolineato che la transizione verso un'economia climaticamente neutra e sostenibile richiede investimenti urgenti, da realizzare su vasta scala e di lungo termine. La finanza sostenibile svolge in tal senso un ruolo di primo piano ai fini dell'attivazione degli investimenti.

<sup>135</sup> Si vedano le riflessioni di F. VELLA, *Sostenibilità bancaria?*, in *Banca imp. soc.*, 2024, 7-10.

<sup>136</sup> Sulle due linee operative che il sistema finanziario deve sviluppare si vedano M. PELLEGRINI, A. DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, Milano, 2021, 86-87.

<sup>137</sup> Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023 sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità.

<sup>138</sup> Considerando 3 del Regolamento (UE) 2023/2631.

controllo volti a verificare l'effettiva destinazione delle risorse reperite sul mercato<sup>139</sup> nonché fenomeni di *greenwashing*, scoraggiano in taluni casi gli investitori dall'utilizzo di questi strumenti di debito<sup>140</sup>, anche laddove fossero effettivamente intenzionati ad allocare risorse verso investimenti ecosostenibili. Del pari, l'incertezza sui rimedi che l'investitore potrebbe invocare dinanzi ad informazioni inesatte o incomplete<sup>141</sup> ed ancora la maggiorazione dei costi legati agli obblighi di informazione e rendicontazione per l'emittente<sup>142</sup> costituiscono criticità aggiuntive che ne hanno scoraggiato sino ad ora l'impiego<sup>143</sup>.

Al di là dei profili critici che si accompagnano ai *green bonds*, va riconosciuto che non sarebbe ad ogni modo possibile accollare unicamente a titoli obbligazionari di debito, benché *climate-friendly*, come questi, l'intero ammontare degli investimenti da destinare a iniziative che favoriscono la transizione verso un sistema economico a basse emissioni di carbonio, anche in considerazione del fatto che la riconversione ecologica non è priva di rischi. Le principali categorie di rischio ambientale, fisico e di transizione<sup>144</sup>, possono sostanzialmente in

---

<sup>139</sup> In questi termini C. MARASCO, *Il mercato dei green bond alla prova della disciplina europea*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 334.

<sup>140</sup> Per un approfondimento in merito alla questione si veda G. SCHNEIDER, *La competitività dei mercati dei capitali sostenibili: l'anello mancante dei rimedi di private enforcement*, *Jus-online*, 2024, 232 ss.

<sup>141</sup> Su tale profilo di criticità M. MAUGERI, *Le obbligazioni "verdi": problemi e prospettive*, in *La S.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica*, in *Atti del Convegno Internazionale di Studi*, Venezia, 10-11 novembre 2023, Tomo I, P. MARCHETTI, S. PIETRA ROSSI, G. STRAMPELLI, F. URBANI, M. VENTORUZZO (a cura di), Milano, 2024, 931 ss.

<sup>142</sup> Con approccio critico sull'astrattezza del concetto di sostenibilità quale effetto di una normativa che non indica una chiara metodologia per giudicare l'attività sostenibile ed i costi di *compliance* per le imprese si veda M. PASSALACQUA, *Operazioni di credito sostenibili: fattori ambientali, sociali e di governance*, in *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time, Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, M. PERASSI, M. RABITTI, F. SARTORI, V. TROIANO (a cura di), 99, 2024, 234.

<sup>143</sup> Cfr. D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca imp. soc.*, 2021, 135 ss.

<sup>144</sup> Se il primo è ascrivibile all'impatto finanziario di eventi naturali estremi legati ai mutamenti climatici, il secondo è addebitabile all'adozione di una nuova ed inattesa regolamentazione che impone il repentino passaggio da un modello di sviluppo economico lineare ad un rigenerativo a basse emissioni, sul punto AIFIRM, *L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, Position Paper

perdite di redditività o incidere negativamente sugli attivi<sup>145</sup> delle imprese finanziate con correlativa esposizione anche degli intermediari finanziari; in special modo bancari, quali principali attori del processo di trasformazione del risparmio in investimento<sup>146</sup>. Vi sono altre ragioni che in qualche modo impediscono alla finanza privata di rispondere in maniera adeguata alla fabbisogno di investimenti richiesto per il rinnovamento del sistema economico in chiave ecologica. È stata ampiamente sostenuta l'idea che le scelte in materia di sostenibilità siano animate non sempre da ragioni etiche, ma dal perseguimento del rendimento ricavabile dall'investimento<sup>147</sup>. Pertanto, la possibile perdita del capitale investito in progetti di sostenibilità ambientale di lungo periodo altamente rischiosi sul piano della *performance* finanziaria potrebbe per certi versi scoraggiare le decisioni di finanziamento guidate da fini di sostenibilità ecologica<sup>148</sup>. Gli operatori finanziari agiscono nei mercati seguendo logiche di breve periodo che possono portare talvolta alla previsione di strategie decisionali incompatibili con la sostenibilità di un modello di sviluppo economico circolare e rigenerativo. I processi di transizione energetica (dal legno al carbone sino al petrolio) lo hanno dimostrato diffusamente visto che gli investimenti ritenuti necessari per la revisione di tutte le infrastrutture di approvvigionamento sono stati finalizzati in un orizzonte temporale lunghissimo<sup>149</sup>. Del pari, i fondi di *venture capital* pongono le stesse problematiche. Sebbene si tratti di una forma di finanziamento rivolta prioritariamente a progetti ad elevato rischio, i

---

29, giugno 2021, 19 ss.

<sup>145</sup> Cfr. E. BERNARDINI, I. FAIELLA, L. LAVECCHIA *et al.*, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in *Questioni di Economia e Finanza*, marzo 2021, 5.

<sup>146</sup> In questo senso M. DE SÁ, *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union*, in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, P. CÂMARA, F. MORAIS (eds.), New York, 2022, 376.

<sup>147</sup> Si veda C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta? Lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 82-96; in tal senso anche F. ACCETTELLA, *Sostenibilità e disclosure nei mercati finanziari: uno sguardo oltre le apparenze*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 311-313.

<sup>148</sup> I risultati di alcuni studi dimostrano al contrario che le *performance* finanziarie dei portafogli di investimenti sostenibili sarebbero migliori rispetto a quelli tradizionali cfr. A. VIVOLI, *Le dimensioni della socio-sostenibilità: sfide di governance per le banche* in *Rivista Corporate Governance*, 1, 2025, 267.

<sup>149</sup> Cfr. V. SMIL, *Examining energy transitions: A dozen insights based on performance*, in *Energy Research & Social Science*, 22, 2016, 195.

*venture capitalists* preferiscono investire in società ed attività d'impresa i cui risultati arrivino in tempi brevi piuttosto che in prodotti finanziari ecosostenibili che richiedono, al contrario, investimenti di lungo termine in «capitale paziente»<sup>150</sup>; ritenuti sovente un costo fisso irrecuperabile<sup>151</sup>.

Il *trade-off* fra rischio di sostenibilità e rendimento finanziario va senz'altro tenuto in debito conto, ma ritenerlo esclusiva fonte di ostacolo al superamento del *gap* finanziario significherebbe far cadere nell'oblio i significativi cambiamenti che hanno investito la funzione del governo societario a seguito dell'adozione dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e del successivo Green Deal. L'integrazione dei fattori ESG nella pianificazione aziendale ha determinato il passaggio da un modello di valutazione degli investimenti esclusivamente quantitativo ad uno più prettamente qualitativo che tiene conto delle variabili non finanziarie legate a profili di eticità<sup>152</sup> e non comporta necessariamente il sacrificio del rendimento finanziario sull'altare della *performance* di sostenibilità<sup>153</sup>. Al contrario, il cambio di paradigma in atto può tradursi anche in un'opportunità<sup>154</sup>, soprattutto nel processo di trasformazione del risparmio in investimento, quale strumento primario di finanziamento delle imprese rispetto ad altri canali<sup>155</sup> ed «in considerazione della sua [...] ineliminabile funzione di collegamento dei creditori netti in una situazione di *surplus* finanziario [...], con i debitori netti [...] nell'opposta situazione di *deficit*»<sup>156</sup>. Occorre però

---

<sup>150</sup> Cfr. M. MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore. Sfatate il mito del pubblico contro il privato*, Bari-Roma, Laterza, 6<sup>a</sup>, 2025, 211

<sup>151</sup> In questi termini D. MASCIANDARO, *Rischio ambientale, allocazione del credito, banca tradizionale e banca verde: elementi di analisi economica*, in *Studi e note di economia*, 2002, 33.

<sup>152</sup> In tal senso le riflessioni di F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management*, 2020, 22.

<sup>153</sup> Cfr. N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA *et. al.*, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, in *Quaderno di finanza sostenibile*, 2021, 70.

<sup>154</sup> Cfr. M. DE SÁ, *ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union*, *op.cit.*, 380.

<sup>155</sup> Così C. CARNEVALE, D. DRAGO, *I rischi ESG e il costo del debito bancario: cosa conosciamo e cosa non conosciamo*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 235.

<sup>156</sup> In tal senso F. BELLi, *Corso di legislazione bancaria. Legislazione bancaria*

che gli enti creditizi incorporino i rischi di sostenibilità sia nei criteri di valutazione della concessione del credito sia nell'ambito della propria *governance*<sup>157</sup> secondo un approccio strategico e lungimirante, come auspicava già nel 2020 la Banca centrale europea all'interno delle proprie linee guida<sup>158</sup>. L'impresa bancaria è chiamata, dunque, a svolgere un ruolo strategico, di primo piano nell'orientare il risparmio verso impieghi sostenibili da punto di vista ambientale e sociale; indirizzando, di conseguenza, i comportamenti delle imprese verso obiettivi collegati ai fattori ESG. Si incarica così della trasformazione dei modelli di *business*, ripensati all'interno di un sistema economico che non subisce passivamente le conseguenze del cambiamento climatico, ma reagisce ad esse divenendo parte attiva del processo di riconversione ecologica<sup>159</sup>.

Sul piano della concessione del credito, il finanziamento ESG, oramai non più solo appannaggio delle banche etiche<sup>160</sup>, si dispiega in una molteplicità di prodotti creditizi collegati alla sostenibilità classificabili in due tipologie di prestiti: *green loans* e *sustainability linked loans*<sup>161</sup>. Se nei prestiti verdi l'intermediario bancario è tenuto a valutare necessariamente la destinazione dei proventi e la tipologia di progetti *green* da finanziare o rifinanziare sulla base delle informazioni del mutuatario in base ad un vincolo di destinazione, nei prestiti legali alla sostenibilità sono gli obiettivi di *performance* sostenibile ad avere un peso cruciale per valutare in che misura il soggetto beneficiario potrà accedere ai finanziamenti e godere di uno sconto sugli interessi del prestito. L'incorporazione dei fattori ESG fra i criteri di valutazione del

---

*italiana (1861-2010)*, Pisa, 2010, 35.

<sup>157</sup> Cfr. A. M. PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 215 ss.;

<sup>158</sup> BCE, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, 32.

<sup>159</sup> Cfr. S. COSMA, A. VENTURELLI, V. BOSCIA *et. al.*, *Banche e Sustainable Development Goals (Sdg): evidenze dall'Europa*, in *Bancaria*, 2, 2020.

<sup>160</sup> Per approfondimenti cfr. E. MACCHIAVELLO, *Possano 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. econ.*, 2019, 188 ss.

<sup>161</sup> Per un esame esaustivo dei prodotti bancari sostenibili si veda V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 488-492.

merito creditizio in base ai quali viene affidato il credito si rivela essenziale perché migliora anche dal punto di vista qualitativo l'investimento, rendendolo compatibile con progetti che hanno finalità ambientali e sociali o quanto meno sono in grado di incentivare le imprese finanziate a fissare nonché raggiungere i propri obiettivi di sostenibilità<sup>162</sup>.

Sul piano della regolazione prudenziale se le linee guida dell'Autorità bancaria europea (ABE) in merito a concessione e monitoraggio dei prestiti<sup>163</sup> hanno raccomandato l'uso di un approccio olistico per l'introduzione dei fattori ESG nelle politiche di gestione dei rischi, in particolare del rischio di credito, le successive riforme della Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD)<sup>164</sup> e del Regolamento (UE) 2013/575 (c.d. CRR)<sup>165</sup> sui requisiti patrimoniali degli enti creditizi, hanno imposto l'integrazione dei rischi ESG nei quadri di gestione del rischio<sup>166</sup>. Sempre sul piano regolatorio operativo le nuove linee guida EBA sulla gestione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* (rischi ESG)<sup>167</sup> adottate in ottemperanza all'art. 87 *bis*, par. 5 della CRD (Direttiva 2013/36/UE) introdotto dalla CRD VI (Direttiva 2024/1619/UE)<sup>168</sup>, dettano un *corpus* organico di raccomandazioni non

---

<sup>162</sup> Sull'importanza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità nella concessione delle linee di credito per orientare gli investimenti verso obiettivi di sostenibilità cfr. M. FREY, D. MASCIANDARO, A. VERCELLI, *Banca e finanza sostenibile*, in *Studi e Note di Economia*, 2003, 45-46.

<sup>163</sup> ABE, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, maggio 2020, 17 ss.

<sup>164</sup> Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

<sup>165</sup> Regolamento (UE) 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>166</sup> Per approfondimenti in merito si veda la puntuale disamina di A. BROZZETTI, *Legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2021, 29 ss.

<sup>167</sup> ABE, *Orientamenti sulla gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance (rischi ESG)*, gennaio 2025, 5 ss.

<sup>168</sup> Direttiva (UE) 2024/1619 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2024, che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di *governance*.

vincolanti stabilendo requisiti minimi e metodologie per l'identificazione, la mappatura, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei rischi ESG da parte degli istituti di credito<sup>169</sup>. Questi ultimi sono chiamati a predisporre appositi piani di gestione dei rischi di sostenibilità in cui vengano dettagliate le misure strategiche e gli strumenti di gestione messi in campo dopo un'attenta valutazione periodica degli stessi da condurre in conformità alla Direttiva CRD VI<sup>170</sup>. A livello domestico, questa forte accelerazione sull'integrazione dei rischi ESG nel quadro di gestione del rischio, nelle strategie e negli assetti organizzativi degli enti creditizi è stata promossa dalle Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali di Banca d'Italia del 2022<sup>171</sup> le quali, pur non essendo vincolanti, rimettono al singolo soggetto, sottoposto alla vigilanza prudenziale dell'autorità creditizia nazionale, il compito di individuare i rischi ESG mediante una valutazione periodica della loro rilevanza sui processi aziendali e sulla loro rilevanza finanziaria<sup>172</sup>. La legislazione bancaria adottata sino ad ora non solo dimostra come la sostenibilità ambientale sia divenuta oggetto di interesse, ma anche obiettivo di regolazione prudenziale<sup>173</sup>. Tuttavia, un'inversione di rotta potrebbe, invece, realizzarsi a seguito della recente approvazione del pacchetto "Omnibus

<sup>169</sup> Cfr. G. BARBARA, A. ROSSI, A. SCHIOPPI, *Il rischio di sostenibilità nella concessione del credito alle PMI* in *Rivista Corporate Governance*, 2025, 13 ss.

<sup>170</sup> Si tratta dei piani elaborati a norma dell'articolo 76, paragrafo 2, della Direttiva 2013/36/UE come riformulato dalla Direttiva 2024/1619/UE, a mente del quale si richiede all'organo di gestione di elaborare, monitorandone l'attuazione« "piani specifici che includano obiettivi quantificabili e processi per il monitoraggio e la gestione dei rischi finanziari derivanti, nel breve, medio e lungo termine, dai fattori ambientali, sociali e di *governance*, ivi compresi quelli derivanti dal processo di aggiustamento e dalle tendenze di transizione nel contesto dei pertinenti obiettivi normativi e degli atti giuridici dell'Unione e degli Stati membri in relazione ai fattori ambientali, sociali e di *governance*, in particolare l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica, nonché, ove pertinente per gli enti attivi a livello internazionale, nel contesto degli obiettivi giuridici e normativi dei paesi terzi"».

<sup>171</sup> Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022, 6.

<sup>172</sup> Cfr. A. CHILOIRO, *EGS e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 273.

<sup>173</sup> Su tali aspetti si vedano riflessioni V. BEVIVINO, *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 619-621.

l'” che si persegue una semplificazione dei requisiti amministrativi, ma potrebbe così facendo attenuare l'integrazione dei fattori di sostenibilità nei processi creditizi.

### 2.1 *L'effetto moltiplicatore delle risorse mediante addizionalità e rinnovata condizionalità*

Il Piano di investimenti per un'Europa sostenibile presentato nel 2020<sup>174</sup>, concepito quale pilastro della transizione climatica promossa a partire dal Green Deal europeo, ha preso atto delle criticità che si accompagnano alla finanza sostenibile e ha riconosciuto pertanto che non è possibile rispondere al fabbisogno di investimenti ecosostenibili avvalendosi dei soli finanziamenti privati<sup>175</sup>. Una constatazione che è stata confermata peraltro anche dal recente rapporto Draghi all'interno del quale si osserva come il settore privato non sia del tutto in grado di finanziare la maggior parte di questi investimenti senza il sostegno del settore pubblico<sup>176</sup>.

Una via d'uscita da questa situazione di stallo viene offerta dalla Comunicazione “Un futuro sicuro” del 2024 che non solo auspica una giusta combinazione di investimenti pubblici e privati per conseguire già entro il 2040 una riduzione delle emissioni nette di gas a effetto serra del 90% rispetto ai livelli del 1990<sup>177</sup>, ma prospetta anche di prevedere una maggiore interazione fra diversi canali di finanziamento per indirizzarli da qui sino al 2050 verso un'industria europea completamente decarbonizzata<sup>178</sup>. Per conseguire un tale risultato

---

<sup>174</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di investimenti per un'Europa sostenibile. Piano di investimenti del Green Deal europeo*, Bruxelles, 14.01.2020 COM(2020) 21, definitiva.

<sup>175</sup> *Ivi*, 3-4

<sup>176</sup> M. DRAGHI, *The future of European competitiveness, Part A, A competitiveness strategy for Europe*, September 2024, 10, disponibile in [https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report\\_en](https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en).

<sup>177</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Un futuro sicuro. Il traguardo climatico europeo per il 2040 e il percorso verso la neutralità climatica entro il 2050 all'insegna di una società giusta, prospera e sostenibile*, Strasburgo, 06.02.2024, COM(2024) 63 definitiva, 3-4.

<sup>178</sup> *Ivi*, 26-27.

occorre un approccio europeo in materia di investimenti innovativo costruito sulla cooperazione necessaria fra fondi pubblici e fondi privati. I poteri pubblici nella sfera economica intervengono, dunque, a supporto della transizione ecologica con politiche che promuovono, in un’ottica di *co-financing* e *de-risking*, l’utilizzo strategico di strumenti finanziari innovativi di debito pubblico per mobilitare gli investimenti privati verso attività economiche ecologicamente sostenibili. La mobilitazione di capitale privato mediante forme di finanziamento misto viene prospettata quale soluzione al divario esistente fra risorse disponibili e fabbisogno di investimenti ecosostenibili all’interno della poc’anzi citata Comunicazione, ma si rintraccia anche nella nuova strategia per lo sviluppo del mercato unico europeo denominata “Bussola per la competitività”<sup>179</sup> e nel Patto per l’industria pulita, il pacchetto di misure con il quale le istituzioni euro-unitarie si prefiggono di trasformare la decarbonizzazione in un potente motore di crescita<sup>180</sup>. Se nella Bussola per la competitività l’affermazione secondo cui «*It is also necessary to stimulate greater appetite for risk-taking by private investors, using public money as an anchor*»<sup>181</sup> conferma l’addizionalità quale leva indispensabile per conseguire l’effetto di “mobilitazione” degli investimenti privati, nella pacchetto per l’industria pulita il richiamo alla necessità di modificare il fondo *InvestEU*, «*[the] main EU-level tool to leverage private funding*»<sup>182</sup>, al fine di attivare fino a 50 miliardi di Euro di investimenti apre ad una

---

<sup>179</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *A Competitiveness Compass for the EU*, Brussels, 29.01.2025 COM(2025) 30, definitiva.

<sup>180</sup> «*As the Draghi report and the Competitiveness Compass highlight, decarbonisation policies are a powerful driver of growth when they are well integrated with industrial, competition, economic and trade policies*», Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *The Clean Industrial Deal: una tabella di marcia comune per la competitività e la decarbonizzazione*, cit., 1.

<sup>181</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *A Competitiveness Compass for the EU*, cit., 20.

<sup>182</sup> Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *The Clean Industrial Deal: una tabella di marcia comune per la competitività e la decarbonizzazione*, cit., 20.

concezione di condizionalità, ben diversa da quella prevista dal Fondo Monetario Internazionale per i paesi beneficiari dei finanziamenti.

È bene chiarirlo sin d'ora: addizionalità e condizionalità sono qualità ben note al legislatore europeo. Connotano l'ausilio pubblico europeo sin dal Piano Juncker presentato nel 2014<sup>183</sup> cui va riconosciuto il merito di aver promosso per la prima volta l'utilizzo dei fondi pubblici europei quale fattore accelerante degli investimenti privati. In questa addizionalità *ab origine*, il *focus* della valutazione degli investimenti attiene per lo più ai profili di rischio dei progetti che i fondi pubblici possono sostenere. D'altra parte, è questa la strada che viene seguita a partire dall'istituzione del Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS). Grazie a questo strumento finanziario innovativo di debito, il rischio associato a progetti di investimento a lungo termine diminuisce grazie alla garanzia prestata direttamente dal bilancio dell'UE alla Banca Europea per gli Investimenti<sup>184</sup>. Il sostegno pubblico, una volta incanalato in strumenti finanziari innovativi di debito, può ben fungere da catalizzatore di investimenti privati fornendo la garanzia pubblica agli investitori privati che non perderanno il capitale investito<sup>185</sup>, benché l'investimento finanziato sia connotato da una maggiore rischiosità, intesa a partire dall'art. 5, par. 1, del Regolamento finanziario dell'Unione Europea sia in termini di fallimenti di mercato sia di situazioni di investimento subottimali<sup>186</sup>.

---

<sup>183</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca Europea per gli investimenti, *Un piano di investimenti per l'Europa*, Bruxelles, 26.11.2014 COM(2014) 903 definitiva.

<sup>184</sup> In questi termini C. TOVO, *Il Fondo europeo per gli investimenti strategici: statuto giuridico, profili istituzionali e funzionamento*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2, 2016, 360 ss.

<sup>185</sup> Sull'addizionalità così intesa cfr. V. BONFITTO, *Gli aiuti di stato e il ruolo degli Istituti nazionali di promozione*, in *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA (a cura di), Bologna, 2021, 121; in tal senso si vedano le riflessioni di M. PASSALACQUA, *In nome del "Green Deal": metamorfosi del sostegno al credito*, in *Banc. imp. soc.*, 2025, 279 ed anche M. MAGGIOLINO, *La Bussola per la Competitività: un futuro tutto da realizzare*, in *dirittobancario.it, Dialoghi di Diritto dell'Economia*, giugno 2025, 7, disponibile al link <https://www.dirittobancario.it/art/la-bussola-per-la-competitivita-un-futuro-tutto-da-realizzare/>.

<sup>186</sup> Regolamento (UE) 2015/1017 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 giugno 2015 relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici, al polo europeo

La condizionalità, invece, attiene alle condizioni di ammissibilità in virtù delle quali è possibile accedere ai fondi pubblici di garanzia ai sensi di quanto l'articolo 6 del Regolamento finanziario aveva, a suo tempo, disposto, indirizzando i progetti finanziabili verso criteri di sostenibilità tecnica ed economica nonché di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. La condizionalità non è più intesa, quindi, come distributore di aiuti rivolto a Stati in gradi di difficoltà finanziarie e condizionato alla realizzazione di riforme strutturali<sup>187</sup>, ma diventa uno strumento nelle mani dei poteri pubblici<sup>188</sup> non solo per “mettere in moto” risorse a supporto della transizione, ma anche per allineare flussi di capitale privato verso obiettivi specifici di sviluppo economico sostenibile<sup>189</sup>.

---

di consulenza sugli investimenti e al portale dei progetti di investimento europei e che modifica i regolamenti (UE) n. 1291/2013 e (UE) n. 1316/2013 - il Fondo europeo per gli investimenti strategici.

<sup>187</sup> Sul punto gli approfondimenti di D. SICLARI, “Condizionalità” internazionale e gestione delle crisi dei debiti sovrani, in *Federalismi*, 2015, 6-11 nonché G. LUCHENA, Programmazione multilivello dell'economia e condizionalità, in *Federalismi*, 2022, 469 ss.; inoltre con riguardo alla condizionalità introdotta dal *Recovery and Resilience Facility* cfr. P. GAGGERO, Programmazione comunitaria per la ripresa e la resilienza nel prisma della solidarietà, in *Rassegna di diritto pubblico europeo online*, 2024, 8.

<sup>188</sup> Sull'idea dello Stato che plasma e co-crea i mercati M. MAZZUCATTO, *Costruire lo Stato innovatore: un nuovo quadro per la previsione e la valutazione di politiche economiche che creano (non solo aggiustano) il mercato*, in *Economia & lavoro*, 2014, 7 ss.

<sup>189</sup> Si veda F. BILANCIA, *Le trasformazioni dei rapporti tra Unione europea e Stati membri negli assetti economico-finanziari di fronte alla crisi pandemica*, in *Diritto Pubblico*, 1, 2021, 61, il quale osserva: «Quanto a queste ultime, le tanto temute “condizionalità”, c'è peraltro da considerare che quelle che fino ad oggi avrebbero dovuto assumere la struttura di vere e proprie sanzioni, sul piano pratico in effetti del tutto implausibili, saranno molto probabilmente riconvertite, in positivo, in funzione di premialità nel confermare, sbloccare, riattivare le linee di finanziamento all'atto della erogazione delle successive *tranches* dei pagamenti dopo un'eventuale loro sospensione a fini di verifica»; M. PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale verso un diritto eventuale*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale, Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 6-7, la quale la definisce nello specifico caso del Regolamento «condizionalità rovesciata» in quanto non più connessa ad una logica rimediabile ed ancora per ulteriori approfondimenti in merito a questa concezione di condizionalità si vedano M. MAZZUCATTO, D. RODRIK, *Industrial Policy with conditionalities: a Taxonomy and Sample Cases*, September 2023 - Working paper WP 2023/07, 5-8; A. BARAGGIA, *La*

L'intervento finanziario pubblico, addizionale e condizionato, assume un ruolo ancora più strategico nell'operare da moltiplicatore degli investimenti privati con l'adozione del Regolamento che istituisce il Fondo InvestEU<sup>190</sup> chiamato a dare attuazione agli obiettivi del quadro finanziario pluriennale 2021-2027. Il fondo si avvale di una dotazione finanziaria assistita dalla garanzia di bilancio dell'Unione Europea<sup>191</sup> implementata per il 75 % dalla BEI e per il restante 25 % dagli Istituti nazionali di promozione. Una dotazione che è stata recentemente rafforzata per effetto delle modifiche introdotte al programma InvestEU dall'approvazione del pacchetto "Omnibus II". Se il FEIS, quale suo predecessore, puntava sulla quantità delle risorse da attivare per attrarre investitori privati, il fondo InvestEU si focalizza sulla qualità dell'investimento in quanto tiene in debito conto i settori finanziabili e gli obiettivi di intervento, anche in virtù di una rinnovata concezione di addizionalità che trova spazio nel Regolamento finanziario dell'Unione Europea del 2018. L'art. 209 del suddetto Regolamento concepisce gli strumenti finanziari di debito pubblico non solo in ottica propulsiva, ma anche preventiva rispetto al rischio di spiazzamento reale (o *crowding out*) delle imprese private sul mercato<sup>192</sup>. Se è pur vero che, grazie all'addizionalità, l'intervento finanziario pubblico vanta un effetto moltiplicatore nel mobilitare investimenti privati ulteriori, è anche vero che il rischio di spiazzamento è altamente probabile. La «riduzione della spesa privata altrimenti realizzabile a causa di una crescente spesa pubblica»<sup>193</sup> viene però evitata in quanto l'art. 209, par.2, lett. b) sancisce espressamente che gli strumenti finanziari di debito pubblico operano sì quale un fattore di

---

*condizionalità come strumento di governo negli Stati compositi. Una comparazione tra Stati Uniti, Canada e Unione Europea*, Torino, 2023, 32-33; G. LUCHENA, *Environmental Sustainability and Economic Development*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, 1, 2025, 39-40.

<sup>190</sup> Regolamento (UE) 2021/523 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 marzo 2021 che istituisce il programma InvestEU e che modifica il Regolamento (UE) 2015/1017.

<sup>191</sup> Art. 2, punto 2, del Regolamento (UE) 2021/523.

<sup>192</sup> Per approfondimenti in merito cfr. G. CARLI, *Prefazione*, in *La struttura del sistema creditizio italiano: elementi per un riesame*, G. CARLI (a cura di), Bologna, 1978, 9.

<sup>193</sup> In questi termini C. D'ADDA, *Maggiore precisione in tema di spiazzamento*, in *Moneta e credito*, Vol. 32, 125, 1979, 51.

riorientamento dei capitali privati verso attività maggiormente rischiose, ma non in via sostitutiva rispetto ad altre forme di sostegno derivanti da fonti pubbliche o di private<sup>194</sup>. Il supporto pubblico, come ripensato a partire dal Regolamento finanziario del 2018, deve generare esso stesso effettiva addizionalità, prevenendo al contempo forme di spiazzamento che ostacolerebbero la massimizzazione degli investimenti privati.

### 3. Blended finance: *una modalità di finanziamento in sostenibilità ambientale a partire dai mercati emergenti*

La cooperazione fra strumenti finanziari innovativi di debito pubblico ed investimenti privati al fine di ridurre il *gap* finanziario a sostegno della transizione verso un modello economico circolare e rigenerativo vede impegnate in una posizione di primo piano le banche per lo sviluppo, ovvero intermediari finanziari di natura pubblica<sup>195</sup> che, diversamente dagli istituti di credito del settore privato<sup>196</sup>, non incontrano difficoltà nel rilasciare garanzie per finanziare settori contraddistinti da ampi margini di incertezza<sup>197</sup>. Diversamente dalle banche private, non hanno quale fine prioritario la raccolta di risparmio tra il pubblico, ma attività di sviluppo o promozione<sup>198</sup> che li rende ben propensi all'erogazione di prestiti a lungo termine e alla concessione di garanzie agli investitori privati per la realizzazione di progetti in ambiti di mercato altamente incerti<sup>199</sup>. Operano, dunque, quali investitori di

<sup>194</sup> Per maggiori dettagli in merito al coinvolgimento degli Istituti nazionali di promozione cfr. E. RUBIO, F. VIREL, *InvestEU Fund: A Rebranded Juncker Fund?*, in *Policy Brief* 26, Jaques Delors Institute, 2018, 5-6.

<sup>195</sup> Per approfondimenti sul tema M. COLOMBO, M. CUDA, *The Role of Public Development Banks & Institutions in the Implementation of the United Nations' Agenda 2030: A Survey in Europe*, Discussion Paper 179, February 2023, 14.

<sup>196</sup> Sulle difficoltà delle banche commerciali a concedere prestiti a lunga scadenza a partire dalla crisi finanziaria del 2011 Commissione europea, *Libro Verde. Il Finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, Bruxelles, 25.03.2013, COM(2013) 150, definitivo.

<sup>197</sup> Cfr. F. FRIED, S. SHUKLA, S. SAWYER, *Global wind report: annual market update 2011*, Global Wind Energy Council, 2021.

<sup>198</sup> Art. 2, par. 20, del Regolamento (UE) 2021/523 che istituisce il programma InvestEU.

<sup>199</sup> Al tal riguardo le considerazioni di G. LUCHENA, *Gli strumenti di sostegno pubblico alla conversione ambientale*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica*

ancoraggio<sup>200</sup>, facendo interagire fra loro canali di finanziamento pubblico e privato in un’ottica di *de-risking* e di *co-financing*<sup>201</sup>. La Banca Europea per gli investimenti (BEI) e gli Istituti di promozione nazionale (INP)<sup>202</sup>, in reciproca cooperazione fra loro<sup>203</sup> sono coinvolti direttamente nell’attività di ancoraggio. Ciascuno di essi, in base ai titoli che emette grazie al proprio canale istituzionale, è in grado di ingenerare direttamente l’effetto catalitico grazie al quale è possibile indirizzare numerosi investitori verso investimenti ecosostenibili<sup>204</sup>. Per essere efficaci nella loro azione, affidano il credito all’impresa prenditrice in una prospettiva di lungo periodo, a patto che realizzi investimenti sostenibili<sup>205</sup>. Le banche di sviluppo condizionano in tal modo l’affidamento del credito ad una “condizionalità positiva” per effetto della quale l’impresa diviene eco-sostenibile.

La BEI, nello specifico, grazie al ruolo di *partner* privilegiato della Commissione europea nell’attuazione del fondo InvestEU ed in virtù dell’esperienza maturata con l’emissione dei *green bond* già nel

---

*e digitale*, Studi dedicati a Mauro Giusti, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 193.

<sup>200</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Lavorare insieme per la crescita e l’occupazione: il ruolo delle banche nazionali di promozione a sostegno del piano di investimenti per l’Europa*, Bruxelles, 22.7.2015, COM(2015) 361, definitiva.

<sup>201</sup> Sugli investimenti a lungo termine realizzabili investendo in capitale paziente OECD, *G20/OECD High-Level principles of long-term Investment financing by Institutional Investors*, Report, Paris, 2013, 5. Sul ruolo di primo piano delle banche per lo sviluppo nel guidare la crescita e l’innovazione collegando strumenti di finanza pubblica ed investimenti privati attraverso il capitale paziente cfr. M. MAZZUCATTO, L. MACFARLANE, *Patient Strategic Finance: opportunities for State Investment Banks in the UK*, UCL Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper Series, 2017, 5 ss.

<sup>202</sup> A livello europeo spiccano fra i maggiori Istituti Nazionale di Promozione l’italiana Cassa Depositi e Prestiti (Cdp), la francese *Caisse des dépôts et consignations* (Cdc) ed infine la tedesca *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW).

<sup>203</sup> Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo sul finanziamento a lungo termine dell’economia europea, Bruxelles, 27.3.2014, COM(2014) 168, definitiva.

<sup>204</sup> Per questi aspetti con specifico riguardo alla BEI si veda fra i molti F. MOSCONI, *La Banca europea per gli investimenti (aspetti giuridici)*, Padova, 1976, 8.

<sup>205</sup> Cfr. D. MASCIANDARO, *Rischio ambientale, allocazione del credito, banca tradizionale e banca verde: elementi di analisi economica*, cit., 33.

2007<sup>206</sup>, è stata incaricata, quale Banca per il clima<sup>207</sup>, di svolgere «un ruolo più incisivo nel finanziamento della transizione sostenibile»<sup>208</sup> occupandosi di valutare l'eco-sostenibilità degli investimenti secondo i criteri stabiliti dal Regolamento europeo Tassonomia. In esecuzione di tale mandato, il Gruppo BEI ha aumentato progressivamente la percentuale dei suoi finanziamenti, dedicandone la maggior parte all'azione di contrasto ai cambiamenti climatici ed alla sostenibilità ambientale<sup>209</sup>, prefiggendosi di portarla al 50 % entro il 2025.

Se sul piano sovranazionale è la BEI, il veicolo finanziario dell'Unione europea, ad operare come uno maggiori finanziatori multilaterali mondiali di progetti in campo climatico, sul piano nazionale sono gli Istituti nazionali di promozione (o banche nazionali di promozione) ad aver acquisito un ruolo cruciale nel sostegno a progetti di sviluppo economico rigenerativo<sup>210</sup>. Queste entità giuridiche

---

<sup>206</sup> Per approfondimenti si veda L. SPIELBERGER, *EIB policy entrepreneurship and the EU's regulation of Green Bonds*, in *Journal of Economic Policy Reform*, Vol. 28,1, 2025, 41

<sup>207</sup> Sul rapporto fra questioni ambientali e attività della BEI si veda E. PISTOIA, *Non financial concerns in the lending policy of the European Investment Bank in context*, in G. SACERDOTI, P. ACCONCI, M. VALENTI, A. DE LUCA (eds.), *General Interests of Host States in International Investment Law*, Cambridge, Cambridge University Press, 2014, 325 ss., mentre sulla BEI come banca per il clima si veda l'analisi di D. MERTENS, M. THIEMANN, *The European Investment Bank: the EU's climate bank?*, in T. RAYNER, K. SZULECKI, A. J. JORDAN, S. OBERTHUR (eds.), *Handbook on European Union Climate Change Policy and Politics*, 2023, Cheltenham, UK, Edward Elgar Publishing, 68 ss.

<sup>208</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di investimenti per un'Europa sostenibile. Piano di investimenti del Green Deal europeo*, cit., 9.

<sup>209</sup> Un'azione in tal senso era già stata avviata dalla BEI nel 2009 cfr. EIB, *The EIB Statement of Environmental and Social Principles and Standards*, 2009, p. 10, all'interno della dichiarazione si afferma « *The European Investment Bank (EIB) requires that all the projects it is financing are acceptable in environmental and social terms by applying appropriate safeguards to all its operations. The Bank also finances projects that contribute directly to environmental sustainability and social well-being in support of sustainable development, by virtue of their positive contribution either to the protection and enhancement of the natural or built environment and/or to the promotion of sustainable communities*».

<sup>210</sup> Per un'analisi più ampia del tema si vedano J. A. OCAMPO, V. ORTEGA, *The Global Development Banks' Architecture*, in *Working Paper*, 6, 2020, International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups, 27 ss.

che espletano attività finanziarie su base professionale e su esplicito mandato di uno Stato membro, sono chiamate a svolgere attività di sviluppo o di promozione in specifiche filiere strategiche dei mercati nazionali<sup>211</sup> esposte con maggior frequenza ad eventuali fallimenti di mercato<sup>212</sup>. La partecipazione di tali operatori in società quotate coinvolte in operazioni strategiche oppure la sottoscrizione da parte degli stessi di obbligazioni convertibili in azioni o di azioni di nuova emissione può attivare l'interesse degli investitori privati e spingerli a investire in progetti di lungo termine ben sapendo che, seppur rischiosi, godono di garanzie pubbliche<sup>213</sup>. Si riesce così a catalizzare i finanziamenti privati nei settori di attività della banca di promozione senza effetti di spiazzamento per le attività del settore privato<sup>214</sup>.

Le banche nazionali di promozione, al pari della BEI, sono state coinvolte attivamente nell'attuazione del programma InvestEU al fine di potenziare l'effetto moltiplicatore degli investimenti privati nel settore dell'industria verde<sup>215</sup> mediante molteplici strumenti per lo più rappresentati da garanzie, prestiti e strumenti di combinazione che migliorano il rapporto rischio-rendimento del capitale privato. Si fanno in tal senso promotrici di una politica climatica da concepirsi d'ora in avanti quale politica di investimento volta a mobilitare 1.000 miliardi

---

<sup>211</sup> A tal proposito G. M. CARUSO, *Le Banche nazionali di promozione: profili comuni e differenziali nella disciplina di un nuovo strumento d'intervento pubblico nell'economia*, in *European Public Banking Law*, 2021, 3 ss.

<sup>212</sup> OCSE, *Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2005, 23 ss.

<sup>213</sup> Con specifico riguardo al ruolo dell'istituto nazionale di promozione Cassa depositi e prestiti nell'erogazione alle imprese di finanziamenti sia in forma diretta sia indiretta si veda A. AVERARDI, *La Cassa depositi e prestiti: eredità storica e proiezioni future*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2021, 306 ss.; D. DE FILIPPIS, *Il finanziamento alle imprese della Cassa depositi e prestiti: modelli e limiti*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, 1, 2024, 99 ss. ed anche M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e stato che ristruttura prospettive dell'impresa pubblica dopo la pandemia*, in *Concorrenza e Mercato*, Vol. 26-27, 2019-2020, 107-111.

<sup>214</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, *Lavorare insieme per la crescita e l'occupazione: il ruolo delle banche nazionali di promozione a sostegno del piano di investimenti per l'Europa*, cit., 5.

<sup>215</sup> In tal senso le riflessioni di M. PASSALACQUA, B. CELATI, M. T. CARBALLEIRA RIVERA, *Planning public investments for recovery*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021, 6.

di Euro di investimenti, come si evince peraltro nella *Climate Bank Roadmap 2021-2025* pubblicata dal Gruppo BEI<sup>216</sup>. La *governance* della transizione verso un modello economico ecologicamente orientato viene, dunque, affidata alle istanze della finanza climatica<sup>217</sup>. La prima ritiene indispensabile incanalare il capitale privato in progetti indirizzati verso obiettivi di sostenibilità ambientale e decisioni di investimento incorporanti a priori fattori ESG, la seconda ritiene necessario combinare insieme fonti di finanziamento pubbliche e private che consentano alle banche di sviluppo<sup>218</sup> di indirizzare risorse private ulteriori ed urgentemente necessarie verso la realizzazione dei progetti rivolti ad azioni di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico.

Nell'ambito degli strumenti che consentono alle fonti pubbliche e private di finanziamento di convivere insieme ed avere un effetto catalitico dei flussi di capitale privato può senz'altro ravvisarsi la finanza mista (c.d. *blended finance*). Considerata a partire dalla pubblicazione dell'Agenda d'azione di Addis Abeba (AAAA)<sup>219</sup> quale strumento di combinazione di finanziamenti pubblici a tassi agevolati con finanziamenti privati non agevolati per colmare il *gap* finanziario ed attrarre maggiori investimenti privati, vede riconosciuto il proprio valore strategico nell'ambito del finanziamento allo sviluppo sostenibile, intermediato dalle banche di sviluppo, da parte dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. La finanza mista è stata intesa quale volano per la mobilitazione di finanziamenti aggiuntivi, in special modo privati, provenienti da investitori istituzionali ed enti filantropici, in favore dello sviluppo sostenibile dei paesi emergenti in cui i rendimenti si dimostrano

---

<sup>216</sup> EIB, *EIB Group Climate Bank Roadmap 2021-2025*, November 2020.

<sup>217</sup> Per finanza climatica si intende «*local, national or transnational financing - drawn from public, private and alternative sources of financing - that seeks to support mitigation and adaptation actions that will address climate change*», sul punto UNFCCC, *What is climate finance?*, 2019, reperibile al link <https://unfccc.int/topics/climate-finance/the-big-picture/introduction-to-climatefinance>.

<sup>218</sup> Sul ruolo di investitori di ancoraggio ampiamente trascurato cfr. N. ROBINSON, *The European Investment Bank: The EU's Neglected Institution*, in *Journal of Common Market Studies*, 2009 Vol. 47, 3, 651 ss.

<sup>219</sup> UNITED NATIONS, *Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development*, 2015, 24.

generalmente quantitativamente incomparabili rispetto all'ammontare degli investimenti sostenuti<sup>220</sup>. Il punto di forza di questa risposta finanziaria risiede nella massimizzazione dell'addizionalità cui contribuisce senz'altro il ruolo delle banche di sviluppo<sup>221</sup>, nella concessionalità che consente di fornire prestiti a tassi inferiori rispetto a quelli di mercato con periodi di restituzione più lunghi ed infine nella condizionalità accentuata proprio in virtù del fatto che i meccanismi di *blending* nascono già condizionati. Difatti, l'effetto di mobilitazione dei capitali privati viene allineato al raggiungimento di obiettivi predeterminati come l'adattamento climatico o la riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra. Grazie alla finanza mista sono stati mobilitati sino ad oggi circa 249 miliardi di dollari di capitale privato per lo sviluppo sostenibile nei paesi in via di sviluppo rivolti principalmente all'Africa subsahariana, all'Asia e all'America Latina<sup>222</sup>. Se da un lato i meccanismi di *blending* sono sempre più applicati nelle economie emergenti, dall'altro essi sono stati per lungo tempo trascurati nelle economie avanzate, nonostante il loro indubbio potenziale nell'incanalare le risorse pubbliche e private verso obiettivi di transizione verde con cui sembra peraltro possibile aggirare il *gap* finanziario<sup>223</sup>. Guardando all'Unione Europea, questa noncuranza del legislatore europeo nei riguardi della *blended finance* nel contesto della *governance* interna sugli investimenti privati da attrarre in materia di sostenibilità ambientale, risulta difficilmente comprensibile allo stato

---

<sup>220</sup> OECD, WORLD ECONOMIC FORUM, *Blended Finance Vol. 1, A Primer for Development Finance and Philanthropic Funders*, OECD/World Economic Forum, 2015, 4.

<sup>221</sup> Cfr. M. MAZZUCATO, *Financing the Sustainable Development Goals through mission-oriented development banks*, in *UN DESA Policy Brief Special issue*, New York: UN Department of Economic and Social Affairs; UN High-level Advisory Board on Economic and Social Affairs; University College London Institute for Innovation and Public Purpose, September 2023, 11.

<sup>222</sup> Questi dati sono stati resi disponibili da CONVERGENCE, *Blended Finance*, disponibile al link <https://www.convergence.finance/blended-finance>.

<sup>223</sup> Per un approccio critico al «*filling gaps*» in material di *blended finance* si veda M. MAZZUCATO, *Reimagining financing for the SDGs: from filling gaps to shaping finance*, UN DESA Policy Brief, No. 170, Special issue, New York, UN Department of Economic and Social Affairs; UN High-level Advisory Board on Economic and Social Affairs; University College London Institute for Innovation and Public Purpose, January 2025, p. 3 ss.

attuale<sup>224</sup>. La finanza mista, quale strumento di mobilitazione dei finanziamenti allo sviluppo di economie in difficoltà, è stata sperimentata per la prima volta dall'Unione Europea nell'ambito dell'azione esterna dominato sino al 2007 dagli aiuti pubblici allo sviluppo (c.d. ODAs). L'adozione in quello stesso anno del fondo *Africa-EU Infrastructure Trust*, del *Neighbourhood Investment Facility* nonché nel 2008 del *Western Balkans Investment Framework*<sup>225</sup> segna un cambio di paradigma nella mobilitazione degli investimenti privati in mercati emergenti. Viene spostata l'attenzione dagli aiuti pubblici allo sviluppo verso sistemi di finanziamento misto, basati sull'interazione reciproca fra sovvenzioni provenienti dal bilancio UE con prestiti o capitale di rischio di altri finanziatori pubblici<sup>226</sup> e privati<sup>227</sup>. In un primo momento, la Commissione ha concepito i meccanismi di *blending* come uno strumento atto a conseguire obiettivi di politica esterna in modo complementare ad altre modalità di aiuto rivolte alle medesime priorità politiche<sup>228</sup>. Il lancio nel 2021 della *EU platform for blending in External Cooperation* (EUBEC) segna un punto di svolta. La Commissione sottolinea i benefici del *blending* annoverando fra di essi la capacità di saper combinare risorse pubbliche e private addizionali per attrarre finanziamenti da destinare ai Paesi in difficoltà in graduale sostituzione degli aiuti pubblici di sviluppo nonché l'importanza che lo strumento può avere nel contrasto al cambiamento climatico.

---

<sup>224</sup> In tal senso T. POPOVIC, K. LYGNERUD, I. DENK *et. al.*, *Blended finance as a catalyst for accelerating the European heat transition?*, in *Smart Energy*, 14, 2024, 7.

<sup>225</sup> Per approfondimenti in tema di *blended finance* ed azione esterna dell'Unione Europea si vedano A. PRONTERA, R. QUITZOW, *Catalytic Power Europe: Blended Finance in European External Action*, in *Journal of Common Market Studies*, Vol. 61, 4, 2023, 994 ss.

<sup>226</sup> Sul ruolo della BEI nel finanziamento di progetti da realizzare al di fuori del territorio dell'UE si veda F. BESTAGNO, *Banca Europea per gli Investimenti*, in *Trattati dell'Unione Europea e della Comunità europea*, A. TIZZANO (a cura di), Milano, 2014, 2382 ss.

<sup>227</sup> Cfr. J. NÚÑEZ FERRER, A. BEHRENS, *Approaches to EU Blending Mechanisms for Development Finance*, CEPS Special Report, 2011, 1.

<sup>228</sup> Commissione Europea, *EU blending: European Union aid to catalyse investments*, Report, Brussels, 2015, 2, all'interno della quale l'esecutivo europeo offre questa definizione di *blended finance* «*Blending is an instrument for achieving EU external policy objectives, complementary to other aid modalities and pursuing the relevant regional, national and overarching policy priorities*».

L'utilizzo dei sistemi *blending* verso la realizzazione di fini di sostenibilità ambientale viene successivamente potenziato mediante la creazione del Fondo europeo per lo sviluppo sostenibile (EFSD)<sup>229</sup>, strumento finanziario esterno dell'Unione europea adottato per mobilitare portafogli di investimenti pubblici e privati nei paesi vicini dell'Unione e in quelli africani al fine di realizzare obiettivi dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Nel Regolamento istitutivo del fondo, questa mescolanza di prestiti e sovvenzioni assume la forma giuridica stabile delle piattaforme di investimento<sup>230</sup> e subirà un'ulteriore evoluzione con il lancio del successivo Fondo europeo per lo sviluppo sostenibile Plus (EFSD +)<sup>231</sup>, all'interno del quale l'attenzione all'ambiente e alle azioni di mitigazione ed adattamento ai cambiamenti climatici viene accentuata ulteriormente. Le operazioni di finanziamento misto cui si rivolge l'EFSD + sono garantite direttamente dal bilancio UE e non vengono più destinate a supportare progetti da realizzare nei paesi vicini dell'UE ed dell'Africa. L'operatività del Fondo viene estesa ad ogni paese del globo, dimostrando di avere un perimetro d'azione di portata molto più ampia. Quasi a voler fare del meccanismo di *blending* predisposto, un unico strumento di finanziamento misto azionabile a livello mondiale sotto la guida della BEI o di un'istituzione finanziaria multilaterale europea, come la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo<sup>232</sup>. Inoltre, diversamente dall'EFSD originario che era stato dotato di una capacità di garanzia massima di 1,5 miliardi di Euro, l'EFSD+ ha una capacità di garanzia notevolmente superiore che arriva a coprire fino a 39,1 miliardi di Euro.

Se nella dimensione dell'azione esterna dell'Unione Europea i meccanismi di finanziamento misto sono stati condizionati a fini di

---

<sup>229</sup> Regolamento (UE) 2017/1601 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 settembre 2017 che istituisce il Fondo europeo per lo sviluppo sostenibile (EFSD), la garanzia dell'EFSD e il Fondo di garanzia dell'EFSD.

<sup>230</sup> Art. 2, punto 1 del Regolamento (UE) 2017/1601.

<sup>231</sup> Regolamento (UE) 2021/947 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 9 giugno 2021 che istituisce lo strumento di vicinato, cooperazione allo sviluppo e cooperazione internazionale - Europa globale, che modifica e abroga la decisione n. 466/2014/UE e abroga il Regolamento (UE) 2017/1601 e il Regolamento (CE, EURATOM) n. 480/2009 del Consiglio.

<sup>232</sup> Cfr. S. NAPOLITANO, *Blended finance and European Fund for Sustainable Development: implementation and assessment*, CESPI, 2020, 6.

sostenibilità ambientale in maniera esplicita, nell'ambito dell'azione interna questi meccanismi hanno ricevuto disciplina stabile a partire dal Regolamento finanziario dell'Unione<sup>233</sup>. È stata la Raccomandazione 2023/1425 sull'agevolazione dei finanziamenti per la transizione verso un'economia sostenibile<sup>234</sup> che, inserendoli in maniera permanente fra gli strumenti finanziari del bilancio dell'UE, li ha considerati una forma di finanziamenti specializzati la cui attivazione è vincolata al conseguimento degli obiettivi climatici e ambientali dell'Unione. Si tratta, dunque, di un passo in avanti che mostra come all'attuale fabbisogno di investimenti non sia possibile rispondere tenendo separati i canali di finanziamento privato da quelli di finanziamento pubblico. Al contrario, è necessario traslare dall'azione esterna dell'UE al mercato interno europeo ecologicamente orientato, l'esperienza maturata nei mercati emergenti sull'uso della *blended finance* nel tentativo di colmare l'oramai fisiologico divario di finanziamento esistente fra le risorse di bilancio europeo ed il fabbisogno di investimenti ecosostenibili.

Non si tralasci di considerare, peraltro, che queste manchevolezze registrate sul piano dell'azione interna europea si fanno ancor più evidenti se si considera che gli strumenti finanziari di debito attualmente in uso, nello specifico prima il FEIS o poi InvestEU, non sono stati pensati per finanziare progetti di economia circolare<sup>235</sup>. Pertanto, sulla scorta dei positivi risultati ottenuti dal partenariato *Circular Bio-based Europe Joint Undertaking*<sup>236</sup>, la Commissione

---

<sup>233</sup> Regolamento (UE, EURATOM) 2024/2509 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2024, che stabilisce le regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione, (rifusione). All'art. 2, punto 6, del suddetto Regolamento viene definito quale « 'meccanismo o piattaforma di finanziamento misto': un quadro di cooperazione creato tra la Commissione e le istituzioni di finanziamento allo sviluppo o altri istituti di finanziamento pubblici al fine di combinare forme di aiuto non rimborsabile e/o strumenti finanziari e/o garanzie finanziarie a titolo del bilancio con forme rimborsabili di aiuto di istituzioni di finanziamento allo sviluppo o altri istituti di finanziamento pubblici, nonché di istituti di finanziamento del settore privato e investitori del settore privato».

<sup>234</sup> Raccomandazione (UE) 2023/1425 della Commissione del 27 giugno 2023 sull'agevolazione dei finanziamenti per la transizione verso un'economia sostenibile.

<sup>235</sup> EIB, *Access-to-finance conditions for projects supporting Circular Economy*, EIB Report, 2015, 56.

<sup>236</sup> CBE, *Circular Bio-based Europe Joint Undertaking*, disponibile al link <https://www.cbe.europa.eu/>.

europea, insieme alla BEI, ha lanciato solo nel 2020 il Fondo Europeo per la bioeconomia circolare (ECBF). Supportato da un dotazione iniziale di 250 milioni di Euro, questo strumento finanziario, si prefigge di finanziare aziende ad alta tecnologia, operative nei settori dell'economia circolare e della bioeconomia, con fondi pubblici provenienti dalla BEI e dagli Istituti nazionali di promozione in combinazione con fondi privati degli investitori istituzionali<sup>237</sup>. Il fondo pensato per la bioeconomia si accompagna alla *Joint Initiative on Circular Economy* (JICE) che, mediante l'intervento degli investitori pubblici di ancoraggio, ha lo scopo di fornire finanziamenti a lungo termine per progetti che accelerino la transizione verso l'economia circolare dell'intero ciclo di vita di prodotti e servizi a partire dalla progettazione sino al recupero finale<sup>238</sup>. Si tratta per il momento di iniziative che, diversamente da quanto accaduto sin d'ora, prevedono l'istituzione di strumenti finanziari pubblici appositamente pensati per l'economia circolare ed il cui sviluppo non può realizzarsi a pieno, se si continua a destinare solo la parte rimanente delle risorse combinate fra loro alla realizzazione di molte altre molteplici voci di cui si compone la programmazione economica di matrice ambientale.

#### 4. *Qualche osservazione finale*

Lo sviluppo di modelli economici che restituiscano all'ambiente, anche se sotto forme diverse, le risorse sottratte per la crescita dimensionale dei processi produttivi ha richiesto non solo l'adozione di modelli programmatici che spingano le imprese finanziarie e non finanziarie ad incorporare i fattori di sostenibilità ambientale nelle proprie decisioni di investimento, ma anche un ripensamento in chiave strategica dell'investimento pubblico europeo. È stato necessario in tal senso privilegiare non tanto la quantità, quanto piuttosto i profili

---

<sup>237</sup> Per approfondimenti in merito si veda M. MAZZUCATTO, O. MIKHEEVA, *The EIB and the new EU missions framework: Opportunities and lessons from the EIB's advisory support to the circular economy*, UCL Institute for Innovation and Public Purpose, 2020, 30-31.

<sup>238</sup> EIB, *The Joint Initiative on Circular Economy (JICE) reaches €8.9 billion and continues its efforts*, 2023, disponibile al link <https://www.eib.org/en/press/all/2023-292-the-joint-initiative-on-circular-economy-jice-reaches-eur8-9-billion-and-continues-its-efforts>.

qualitativi degli interventi di ausilio pubblico affinché diventino volano di mobilitazione degli investimenti privati. Se da un lato la qualità è assicurata dall'addizionalità che valorizza la garanzia pubblica, quale leva finanziaria per attrarre investimenti nel mercato dei capitali privati, dall'altro la condizionalità, ripensata in forme nuove, consente di vincolare in maniera selettiva le risorse mobilitate alla realizzazione di obiettivi specifici in materia di sostenibilità ambientale. Il cambio di paradigma fra approccio quantitativo e qualitativo mette in evidenza che non è sufficiente un aumento meramente numerico della disponibilità dei finanziamenti pubblici per trasformare i cicli produttivi. D'altro canto, come si è visto, neppure sul versante dei finanziamenti privati è parso sufficiente. L'integrazione dei fattori ESG nei criteri di valutazione del merito creditizio in base ai quali l'impresa bancaria affida il credito, trasforma il risparmio in impieghi ecosostenibili; segnalando un cambio di passo non indifferente in termini di valutazione qualitativa dei medesimi.

L'inversione di rotta che si registra sottolinea, inoltre, che il sostegno pubblico, intermediato dalle banche per lo sviluppo, può operare in duplice maniera. Da un lato quale "àncora" alla quale possono fare affidamento gli investitori privati per recuperare quanto investito, dall'altro quale "strumento di reclutamento"<sup>239</sup> ed orientamento dei fondi pubblici verso le nuove priorità sulle quali viene costruito il modello di sviluppo economico rigenerativo. L'investimento pubblico addizionale e condizionato che "recluta" il capitale privato finalizzandolo agli obiettivi di neutralità climatica diviene, in ottica di *co-financing* e *de-risking*, coordinata di riferimento imprescindibile per un intervento dei poteri pubblici nella sfera economica che cambia pelle al pari della destinazione del capitale privato<sup>240</sup>. La programmazione

---

<sup>239</sup> In tal senso le considerazioni sullo Stato *de-risking* di D. GABOR, *The (European) derisking state*, in *Stato e Mercato*, 1, 2023, la quale osserva: «*The derisking state enlists private capital into achieving public policy priorities by tinkering with risk/returns on private investments in sovereign bonds, currency, social infrastructure (schools, roads, hospitals and houses, care homes and prisons, water plants and natural parks) and most recently, green industries*», 54.

<sup>240</sup> Cfr. G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, 86, il quale con riguardo alla metamorfosi dello scopo d'impresa nella diatriba fra *stakeholderism* e *shareholderism* osservava: «Rivolgere maggior cura all'interesse degli *stakeholders* significa, peraltro, adottare una strategia diversissima rispetto a quella che insegueva lo *shareholders' value*: significa cioè orientare la politica degli investimenti sul medio

economica in materia ambientale si ripositiona rispetto al mercato intervenendo non più in ottica rimediabile ai *market failures*, ma quale strumento di normazione giuridica che, nel indirizzare le dinamiche di sviluppo economico verso fini pubblicistici di salvaguardia ambientale, co-crea il mercato<sup>241</sup>. Gli strumenti finanziari innovativi di debito pubblico, a partire da FEIS sino ad InvestEU, segnalano tale inversione di tendenza che si realizza anche grazie alla capacità degli investitori di ancoraggio, nello specifico BEI ed Istituti Nazionali di Promozione, di saper intermediare, quali garanti istituzionali, fra investitori pubblici e privati per ingenerare, mediante l'uso di garanzie pubbliche, l'attrattiva necessaria per incanalare le risorse private su progetti rivolti ad azioni di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico<sup>242</sup>.

Sembra di poter constatare che, per colmare il divario di finanziamento esistente, non sia sufficiente l'azione della sola finanza sostenibile, ma occorra anche l'intervento della finanza climatica intesa quale interazione necessaria fra canali di finanziamento pubblico e privato da realizzarsi mediante meccanismi o piattaforme di finanziamento misto in cui le garanzie pubbliche offerte dalle banche per lo sviluppo incrementano l'impatto delle risorse pubbliche sugli

---

e lungo termine, ovvero precisamente verso due campi, la ricerca e lo sviluppo, di cui le recenti applicazioni della *corporate governance* mostravano di avere orrore»; di recente ha manifestato il proprio scetticismo sul mutamento dello scopo d'impresa N. IRTI, *Sul potere planetario dell'insostenibile*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 1039, sostenendo che «Ma le due logiche - del profitto e della salvezza ecologica - non possono coesistere insieme: o l'una o l'altra. [...] Sembra piuttosto ingenuo il tentativo di modificare lo scopo dell'impresa [...] e insieme di conservarne la struttura. [...] Il mutamento di scopo - si è di sopra avvertito - non tocca un profilo accidentale e secondario, ma l'essenza stessa dell'impresa, quale si è configurata nel capitalismo moderno».

<sup>241</sup> Sulla co-creazione del mercato da parte dei poteri pubblici cfr. M. MAZZUCATO, *From market fixing to market-creating: a new framework for innovation policy in Industry and Innovation*, Vol. 23, 2, 2016, 140 ss. ed anche le riflessioni sul ruolo dello Stato sviluppatista di G. LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come co-programmazione a impulso europeo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 71.

<sup>242</sup> Così M. MAZZUCATO, C. C.R. PENNA, *Beyond Market Failures: The Market Creating And Shaping Roles Of State Investment Banks in Journal of Economic Policy Reform*, 19, 4, 305 ss., in tal senso anche D. MERTENS, M. THIEMANN, *Market-based but state-led: The role of public development banks in shaping market-based finance in the European Union*, in *Competition & Change*, Vol. 22, 2, 2018, 184 ss.

investitori privati. La *blended finance*, applicata per lungo tempo nel quadro dell'azione esterna dell'Unione Europea quale strumento efficace di combinazione di finanziamenti pubblici e privati per sostituire gradualmente gli aiuti pubblici allo sviluppo nelle economie emergenti, ne costituisce un'applicazione concreta che può essere evidentemente estesa per traslazione al mercato unico europeo, operando ben al di là della mera dimensione esterna; come peraltro pare dimostrare l'evoluzione del Fondo europeo per lo sviluppo sostenibile Plus (EFSD +). Essa potrebbe rivelarsi un valido supporto per la transizione verso modelli economici circolari, come dimostrano le prime iniziative che applicano l'uso di meccanismi di *blending* nel contesto della bioeconomia circolare, ma gli interventi del regolatore europeo, seppur pregevoli, rivelano un approccio ancora timido rispetto a un'azione che richiede non solo il necessario ripensamento del finanziamento allo sviluppo<sup>243</sup>, ma anche una spinta forte e decisa per convogliare in direzione del *blending* tanto risorse pubbliche quanto risorse attinte dai mercati dei capitali privati.

---

<sup>243</sup> Da ultimo le riflessioni di M. MAZZUCATO, R. VIEIRA DE SÁ, *Mind the Mission, Not the Gap: Rethinking finance for public purpose*, UCL Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper Series (IIPP WP 2025-09), 2025, 26.